



# Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière: application aux pays du Maghreb et du Machrek

Nawel Bentahar

## ► To cite this version:

Nawel Bentahar. Les Conditions préalables au succès de la libéralisation financière: application aux pays du Maghreb et du Machrek. Economies et finances. Université d'Auvergne - Clermont-Ferrand I, 2005. Français. NNT: 2005CLF10282 . tel-00662644

**HAL Id: tel-00662644**

**<https://theses.hal.science/tel-00662644>**

Submitted on 24 Jan 2012

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

*Université d'Auvergne Clermont 1  
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion  
Centre d'Etudes et de Recherches sur le Développement International (CERDI)*

***LES CONDITIONS PREALABLES AU SUCCES DE LA LIBERALISATION  
FINANCIERE : APPLICATION AUX PAYS DU MAGHREB ET DU MACHREK  
ARABES.***

***NAWEL BENTAHAR***

*Thèse nouveau régime  
Présentée et soutenue publiquement  
Pour l'obtention du titre de Docteur en Sciences Economiques  
Sous la direction de Monsieur le professeur Jean-Marrin SERRE*

*18 mai 2005*

*Membres du jury :*

*Directeur : Mr. Jean-Marrin SERRE : professeur à l'Université d'Auvergne*

*Rapporteurs : Mr. Jean-Claude BERTHELEMY : professeur à l'Université Paris 1  
Mr. André CARTAPANIS : professeur à l'Université de la Méditerranée, Aix-  
Marseille II*

*Suffragants : Mr. Jean-Louis COMBES : professeur à l'Université d'Auvergne  
Mr. Jean-François BRUN : Maître de conférence à l'Université d'Auvergne*

## **REMERCIEMENTS :**

Durant la réalisation de cette thèse, j'ai été encadrée et soutenue par de nombreuses personnes. Sans elles, cette thèse n'aurait jamais vu le jour.

Mes remerciements s'adressent en tout premier lieu à Monsieur le professeur *Jean Marin SERRE* qui a accepté de diriger ma thèse et m'a encouragé tout le long de mon doctorat. Je lui suis reconnaissante de m'avoir laissé la liberté d'orienter les recherches selon mes convictions et d'avoir accueilli avec bienveillance mes idées et ma méthodologie de travail. Son soutien, ses encouragements constants et la confiance qu'il m'a accordée sont autant d'éléments qui m'ont permis de progresser.

Mes remerciements vont aussi à Messieurs les professeurs *Jean François BRUN* et *Jean lui COMBES* qui m'ont donné avec gentillesse et compréhension, des conseils avisés et des suggestions importantes qui m'ont aidé à obtenir une dérogation pour mon inscription en thèse. Je les remercie aussi pour leur disponibilité et leurs suggestions pertinentes tout le long de la réalisation de cette thèse notamment sur les questions techniques et économétriques.

Au sein du *CERDI*, je souhaiterai exprimer ma gratitude aux professeurs qui m'ont donné un peu de leur temps afin de répondre à mes questions, à lire et à commenter mes travaux : Madame le professeur *Sylviane GUILLAUMONT JEANNENEY*, Monsieur le professeur Jean-Louis ARCAND et Monsieur le professeur Patrick PLANE.

Je remercie particulièrement Monsieur le professeur *Jean-Claude BERTHELEMY*. Les longues discussions que j'ai eues avec lui m'ont beaucoup aidé à orienter mes recherches vers de bonnes voies. Ma collaboration avec lui et l'article que nous avons publié ensemble m'ont redonné confiance en moi à des moments de doutes et d'hésitation.

Ma gratitude va également à Monsieur *Patrick DOGER*, *Jacqueline REYNARD*, *Martine BOUCHUT*, *Annie COHADE*, *Martin YELKOUNI*, *Gilbert NIYONGABO*, *Emmanuel AKA BROU*, *Cecile CHARASSE*, ainsi que l'ensemble du personnel du *CERDI*. Grâce à leur gentillesse et leur soutien moral à des moments de déprime, mes années se sont déroulées dans une ambiance cordiale et familiale, que je me rappellerai avec plaisir.

Les trois dernières années de cette thèse ont été financées par le Centre d'Etudes et de Documentation Economiques Juridiques et Sociales (*CEDEJ*) en Egypte (le Caire). Je remercie les responsables de ce centre qui m'ont accueilli et mis à ma disposition toute la documentation nécessaire pour mes recherches sur l'Egypte et le monde arabe. Je les remercie aussi d'avoir financé mes déplacements en Jordanie et en Syrie afin de compléter mes données et de voir sur place l'organisation du secteur financier dans ces deux pays. Je remercie aussi l'ensemble du personnel du *CEDEJ* de m'avoir accueilli et aidé par leur conseil et encouragement. Je cite notamment Madame le docteur *Iman FARAG* pour sa générosité et sa patience, Madame *Salwa LOUHICHI* et Madame *Ola ZAHER* pour leur disponibilité sans oublier le secrétaire général du *CEDEJ*, Monsieur *Robert BARON* pour son écoute et son aide précieuse pour la résolution de mes problèmes administratifs en Egypte et en France.

A la veille de la soutenance de cette thèse, j'envoie une pensée tendre et amoureuse à mes parents qui m'ont toujours encouragé et aidé à poursuivre mes études jusqu'au bout. Avec l'âge et la distance qui nous sépare, j'ai compris la valeur de leur sacrifice et le sens de leur sévérité. L'éducation trop stricte que j'ai reçu m'a aidé à faire face aux difficultés que j'ai rencontrées durant les premières années de ma thèse. Sans leur soutien et leur encouragement je n'aurais jamais pu tenir jusqu'à ce jour.

## **SOMMAIRE.**

<i>Introduction générale.....</i>	<i>6</i>
<i>Première partie : La répression financière : théorie et faits stylisés au MMA.....</i>	<i>15</i>
<i>Chapitre 1 : Développement financier et croissance économique.....</i>	<i>17</i>
<i>Section 1: Développement financier et croissance économique : Les controverses théoriques.</i>	<i>18</i>
<i>1. Rôle du système financier dans la croissance économique.....</i>	<i>18</i>
<i>2. Libéralisation Financière et croissance économique. ....</i>	<i>27</i>
<i>Section 2 : Les problèmes posés par la théorie de la libéralisation financière. ....</i>	<i>37</i>
<i>1. Les critiques théoriques apportées à la théorie de la libéralisation financière.....</i>	<i>37</i>
<i>2. La théorie de la libéralisation financière à l'épreuve des faits. ....</i>	<i>40</i>
<i>Conclusion. ....</i>	<i>49</i>
<i>Chapitre 2: La répression financière au Maghreb et au Machrek Arabes.....</i>	<i>61</i>
<i>Section 1 : Mesure de la répression financière.....</i>	<i>62</i>
<i>1. Les instruments de la répression financière.....</i>	<i>62</i>
<i>2. Les indicateurs de la répression financière. ....</i>	<i>68</i>
<i>Section 2 : Les mécanismes de la répression financière. ....</i>	<i>76</i>
<i>1. Les pratiques inflationnistes. ....</i>	<i>76</i>
<i>2. Le financement monétaire du déficit budgétaire au MMA.....</i>	<i>89</i>
<i>Conclusion : .....</i>	<i>96</i>
<i>Deuxième partie : Ampleur et effets de la répression financière au MMA : le Diagnostic.....</i>	<i>108</i>
<i>Chapitre 3 : une analyse économétrique de l'effet de la répression financière sur le système financier au MMA. ....</i>	<i>109</i>
<i>Section 1 : Méthode d'analyse économique.....</i>	<i>109</i>
<i>1. Construction du modèle. ....</i>	<i>110</i>
<i>2. La méthode d'analyse économétrique.....</i>	<i>123</i>
<i>Section 2 : Estimation de l'effet de la répression financière sur le système financier au MMA. ....</i>	<i>127</i>
<i>1. Effet de la répression financière sur la fonction de demande de monnaie. ....</i>	<i>127</i>
<i>2 Effet de la répression financière sur l'offre de crédit bancaire. ....</i>	<i>155</i>
<i>Conclusion. ....</i>	<i>162</i>
<i>Annexes du chapitre 3.....</i>	<i>143</i>
<i>Chapitre 4 : effets de la répression financière sur la croissance économique au MMA. ....</i>	<i>173</i>
<i>Section 1 : Croissance et investissement au MMA.....</i>	<i>174</i>
<i>1. les concepts de la croissance. ....</i>	<i>174</i>
<i>2. Analyse de la relation entre la croissance et l'investissement au MMA.....</i>	<i>178</i>
<i>Section 2 : Les déterminants financiers de l'investissement. ....</i>	<i>193</i>
<i>1. La question de l'épargne.....</i>	<i>193</i>
<i>2. Une analyse économétrique de l'effet de la répression financière sur la croissance au MMA. ....</i>	<i>201</i>
<i>Conclusion. ....</i>	<i>207</i>
<i>Annexe du chapitre 4.....</i>	<i>209</i>

<i>Troisième partie : Analyse de la pratique et des résultats de la libéralisation financière au MMA.....</i>	<i>192</i>
<i>Chapitre 5 : La Pratique de la libéralisation financière au MMA : Conditions initiales et modalités. ....</i>	<i>212</i>
<i>Section 1 : cadre et stratégies des réformes.....</i>	<i>213</i>
<i>1. L'ordre des réformes adoptées.....</i>	<i>213</i>
<i>2. Les règles de régulation et de supervision bancaire.....</i>	<i>222</i>
<i>Section 2 : Le déroulement de la libéralisation financière au MMA.....</i>	<i>233</i>
<i>1. Les différents aspects de la libéralisation financière au MMA.....</i>	<i>233</i>
<i>2. La réforme de l'activité financière dans les pays du MMA. ....</i>	<i>247</i>
<i>Conclusion du chapitre : Bilan des réformes.....</i>	<i>272</i>
<i>Chapitre 6: Conséquences des réformes financières au MMA. ....</i>	<i>276</i>
<i>Section 1 : Les effets de la libéralisation sur l'activité financière.....</i>	<i>276</i>
<i>1. Evolution de l'activité financière.....</i>	<i>276</i>
<i>2. Les obstacles au développement financier au MMA.....</i>	<i>288</i>
<i>Section 2 : Analyse empirique des durées de réformes financières au MMA.....</i>	<i>300</i>
<i>1. Présentation des modèles de durée et analyse non paramétrique. ....</i>	<i>301</i>
<i>2. Analyse non paramétrique et paramétrique des durées des réformes. ....</i>	<i>310</i>
<i>Conclusion. ....</i>	<i>326</i>
<i>Annexes du chapitre 6.....</i>	<i>311</i>
<i>Conclusion générale. ....</i>	<i>334</i>
<i>Table des matières. ....</i>	<i>365</i>
<i>Liste des graphiques.....</i>	<i>370</i>
<i>Liste des tableaux.....</i>	<i>371</i>

## ***INTRODUCTION GENERALE .***

Dans l'économie du développement, les ressources financières constituent la source de développement par excellence. L'expansion de l'investissement dans l'industrie et dans l'agriculture par exemple dépend des moyens financiers disponibles dans l'économie. L'investissement dépend non seulement des fonds disponibles mais aussi des mécanismes par lesquels ils sont véhiculés. Les méthodes de transfert des ressources financières expliquent souvent la rapidité avec laquelle se développe le secteur réel. L'utilisation efficiente de ces ressources rend compte du développement des autres secteurs de l'économie.

L'histoire des nations industrielles regorge d'exemples qui montrent la contribution du secteur financier dans la croissance même si d'autres facteurs jouent un rôle important. Le développement du secteur financier était déterminant dans l'industrialisation de pays tels que l'Angleterre et l'Allemagne. Ce secteur était un acteur clef dans la mobilisation des capitaux nécessaires pour le financement des projets d'investissement. L'importance progressive qu'a pris le secteur financier dans la croissance nous oblige à nous arrêter un peu sur l'évolution historique de celui-ci.

## ***ORIGINE DES THEORIES DU DEVELOPPEMENT FINANCIER.***

L'approche économique relative au développement financier apparaît suite aux insuffisantes explications de la situation économique des pays en développement par la théorie keynésienne. Gurley et Sahw (1955) soulignent que le modèle keynésien est inapproprié pour expliquer les aspects financiers de la croissance. Ce modèle souffre de plusieurs insuffisances : Il ne permet pas l'accumulation de la dette, il n'admet que deux types d'actifs financiers et il néglige l'importance des autres intermédiaires financiers (bourses des valeurs mobilières, sociétés d'assurances....etc)

Afin d'appuyer leur critique, Gurley et Sahw (1955, 1960) construisent un modèle dans lequel ils proposent une théorie du taux d'intérêt et du revenu qui permet l'accumulation de la dette et la croissance des institutions financières non monétaires. Avec ce modèle, ils montrent que les intermédiaires financiers participent activement au processus de croissance. Une économie dans laquelle le rôle des intermédiaires est faible est considérée comme une économie « superficielle », (Shaw,1973). Celle-ci se caractérise par la distorsion des prix financiers suite à la politique de contrôle des taux d'intérêt par l'Etat. Shaw et McKinnon (1973) ont qualifié cette situation de «répression financière».

La politique de répression financière, très apparente dans les pays en développement, a été en effet, vivement critiquée par MacKinnon (1973) et Shaw (1973) qui ont dénoncé l'ingérence de l'Etat dans les décisions de prêts des banques. Cette ingérence a créé plusieurs distorsions telles que la faiblesse des taux d'intérêt, la spoliation des épargnants et le mauvais choix des projets d'investissement. Afin d'améliorer la croissance de l'épargne, de l'investissement et par conséquent celle du produit, ces deux auteurs ont proposé de procéder à des réformes qui permettent le développement du système financier. Ces réformes reposent principalement sur la libéralisation des taux d'intérêt.

L'importance donnée par la théorie de la libéralisation au secteur financier dans le processus de croissance, a conduit nombreux pays en développement à libéraliser leur système financier par le démantèlement des réglementations relatives aux taux d'intérêt et aux crédits et la mise en place d'une nouvelle régulation bancaire. Mais les résultats attendus de la libéralisation financière n'ont pas toujours été à la hauteur des espérances de ces pays. Si les réformes ont été engagées avec succès dans certains pays comme est le cas de l'Indonésie et de la Corée du Sud, elles ont été accompagnées d'une aggravation de l'instabilité économique et de la fragilisation du système financier dans d'autres. Face à cette situation plusieurs auteurs de la libéralisation sont revenus sur les limites d'une telle politique et ses conditions de succès.



## ***REFORMULATION DE LA THEORIE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE .***

Les résultats mitigés des réformes financières adoptées par les pays en développement durant les années soixante-dix et quatre-vingt, ont ouvert la voie à une abondante littérature qui s'est interrogée sur les conditions de succès de la libéralisation. Les auteurs de la libéralisation tels que Levine (1991), Saint Paul (1992), Bencivenga et Smith (1991), ont souligné qu'il est nécessaire pour l'Etat de mesurer le degré de répression et les bénéfices des réformes financières avant d'entamer la libéralisation. Cette première analyse lui permettra de désigner les réformes qui sont susceptibles de minimiser les coûts et les risques et promouvoir une meilleure transition vers une politique de marché. Le développement d'une telle stratégie nécessite la prise en compte des relations entre les différentes composantes structurelles du système financier et entre les programmes microéconomiques relatifs aux marchés financiers et les institutions d'un côté et la politique macroéconomique de l'autre.

Il existe une forte interaction entre le secteur financier et le secteur réel. Les caractéristiques du secteur financier peuvent influencer les instruments sur lesquelles repose la politique macroéconomique. De même le développement macroéconomique peut affecter la solidité et l'efficacité du secteur financier. Ces interactions si complexes ne font pas l'objet d'analyses théoriques. Néanmoins, l'expérience de réformes de certains pays en développement nous a enseigné différentes leçons sur la faisabilité et les risques des différentes stratégies de réformes.

Les économistes ont ainsi expliqué qu'une des principales raisons d'échec des politiques de libéralisation, est la mauvaise adéquation entre les politiques de stabilisation et les réformes financières. C'est pourquoi ils ont proposé de procéder à des mesures de stabilisation économiques préalables. L'idée d'une stabilisation préalable découle du fait que certaines mesures sont mieux prises et réalisées lorsqu'elles sont engagées avant d'autres. Ceci permet d'atteindre les objectifs de la politique de réformes et de minimiser les différents risques et incertitudes qui accompagnent la libéralisation financière. Les principales mesures de stabilisation dépendent des conditions initiales de l'économie et du niveau de développement initial du système financier.

Mais si la mise en place d'un plan de stabilisation est conseillée dans le processus de réformes financières, la solidité du système bancaire est exigée. Les avantages de la libéralisation dépendent en effet, du bon fonctionnement du système financier durant la période de libéralisation. Lorsque ce système continue à subir les influences des pouvoirs publics, la liberté offerte aux banques devient ainsi non effective et risque d'être préjudiciable à la stratégie de développement des marchés. De même, si la déréglementation financière est appliquée dans un système où subsistent des créances improductives, la libéralisation doit s'accompagner de réformes structurelles. Par ailleurs, la gestion du risque systémique doit être suivie soigneusement dès que le secteur financier est déréglementé. L'explication donnée à l'instabilité du système financier et à la faillite de certaines banques en Amérique latine était liée au comportement non rationnel de la part des banques qui a augmenté leur risque de faillite et les a empêchés de prévenir les déséquilibres. Les règles prudentielles et de supervision ont été considérées depuis, comme essentielles, dans le processus de réformes, afin de contrôler de tels risques.

#### **NOTRE RECHERCHE .**

Les différentes expériences de réformes des pays en développement ont permis ainsi à la théorie de la libéralisation de prendre conscience de l'importance de la stabilité macroéconomique dans le processus de libéralisation. Tout programme de libéralisation doit veiller désormais à stabiliser l'inflation et à réduire les déficits budgétaires. Mais l'importance du développement financier dans le processus de croissance, pousse la théorie de la libéralisation à insister sur la mise en place d'un système de régulation et de supervision bancaire adéquat. Un tel système réduira la fragilité des banques et permettra de privilégier l'action en faveur de la propriété privée ce qui augmentera la concurrence. L'application de la libéralisation financière sous son nouvel aspect a été une des principales caractéristiques des réformes financières dans les pays du Maghreb et du Machrek arabe (MMA)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Nous entendons par Maghreb, les pays de l'Afrique du Nord (Algérie, Tunisie et Maroc) et par Machrek : L'Egypte et la Jordanie. Dans une définition plus large le Maghreb comprend en plus des trois pays du grand Maghreb, la Libye et la Mauritanie. Le Machrek est plus connu sous le terme de Moyen Orient qui comprend en plus de l'Egypte et la Jordanie : La Syrie, Israël, l'Autonomie palestinienne, l'Irak, l'Iran et la Turquie. Ces pays ne font pas partie de notre étude c'est pourquoi nous avons choisi un terme plus restreint en l'occurrence Machrek plutôt que Moyen-Orient. Il est peut être intéressant de noter que le mot Maghreb veut dire coucher du soleil et Machrek, veut dire lever du soleil. Donc les pays du Maghreb sont les pays du soleil couchant et les pays du Machrek sont les pays du soleil levant.

Le processus de réformes financières dans ces pays a veillé en effet, à procéder à des mesures de stabilisation préalables tout en mettant en place une série de réformes financières liées à la libéralisation. Notre objectif de recherche consiste à caractériser et à évaluer, du point de vue de ses résultats et de ses chances de succès, la pratique de la libéralisation financière dans ces pays en nous référons aux idées soulignées par la nouvelle théorie de la libéralisation.

Il faut préciser que notre objectif n'est pas d'étudier les étapes de libéralisation. Analyser les étapes des réformes dans un pays donné consisterait à suivre l'ordonnancement de ces réformes dans tous les secteurs de l'économie. A cet effet, la théorie économique a souligné qu'il est nécessaire de mettre en place des mesures de stabilisation avant de procéder à la déréglementation des marchés financiers internes. La libéralisation de ces marchés doit intervenir avant la suppression des contrôles sur le commerce extérieur. De même le démantèlement des restrictions sur le commerce extérieur doit se faire avant la libéralisation des mouvements de capitaux externes.

Notre objectif de recherche est beaucoup plus précis. Il vise essentiellement le suivi et l'analyse de la déréglementation des systèmes financiers internes au Maghreb et au Machrek arabe (MMA) tout en soulignant les conditions de succès d'une telle déréglementation. Pour cela, nous mettrons l'accent sur la méthodologie et le calendrier de réformes suivis.

L'intérêt que nous portons à cette région apparaît dans le fait qu'il n'existe pas, à notre connaissance, d'études sur l'expérience de réformes financières dans ces pays ainsi réunis. De même les similitudes, économiques et régionales que ces pays présentent augmentent l'intérêt de la recherche. Ces similitudes apparaissent notamment à travers la politique financière appliquée avant les réformes (présence de répression financière), la période des réformes (années quatre-vingt-dix), et le niveau de revenu par tête (pays à revenu intermédiaire). Il existe d'autres similitudes religieuses, culturelles et politiques qui ne concernent pas directement l'objet de cette thèse.

## ***LA LIBERALISATION FINANCIERE AU MMA.***

L'expérience de libéralisation financière au MMA pourrait être exemplaire sur plusieurs plans. La dépendance de ces pays aux revenus étrangers (exportation des matières premières et transferts des travailleurs) les a placés vers la deuxième moitié des années quatre-vingt devant une situation économique très délicate suite à la baisse de ces revenus. La décroissance du niveau du produit accentuée par la dégradation des comptes externes et la croissance du service de la dette extérieure les a amenés à faire appel au Fonds Monétaire International (FMI) afin de les aider à redresser leur économie. Un plan d'ajustement structurel a été signé avec les représentants du FMI entre 1983 et 1990. Un programme d'ajustement structurel a été engagé au même moment où une politique de libéralisation financière prenait place.

Les systèmes financiers de ces pays au début des réformes présentaient les spécificités d'une économie réprimée caractérisée par une prédominance des banques et une forte participation de l'Etat dans leur capital. Les marchés financiers boursiers, lorsqu'ils existaient, étaient embryonnaires et leur contribution aux activités du système financier était faible. De même, les banques locales étaient chargées de financer les investissements publics et de cautionner les entreprises publiques en défaillance ce qui les a poussés à accumuler un volume important de créances non productives.

Les politiques de libéralisation financière engagées par ces pays ont donné une place importante au rôle du taux d'intérêt dans la conduite de la nouvelle politique monétaire. Les réformes financières ont été effectuées dans un contexte d'instabilité économique qui a obligé ces pays à mettre en place un plan de stabilisation macroéconomique. Mais la chronologie des réformes était diverse : les pays du Machrek ont procédé à une libéralisation rapide malgré la présence d'une forte instabilité financière caractérisée par la faillite de certaines banques locales alors qu'au Maghreb la libéralisation des taux était progressive. De même, la gestion du système bancaire était différente entre les deux régions. Alors qu'au Machrek la présence des banques étrangères était courante, cette dernière était presque inexistante au Maghreb et lorsque ces banques étaient présentes, leur activité était fortement contrôlée par les autorités. La présence des banques étrangères au Machrek notamment en Jordanie a permis la présence d'un système de gestion souple basé sur la concurrence. Mais le manque d'une

supervision bancaire adéquate a poussé certaines banques à prendre beaucoup de risques et à provoquer le déséquilibre du système financier vécu avant les réformes.

Quelques différences politique et géographique distinguent par ailleurs ces pays. L'instabilité politique aux frontières du Machrek caractérisée par le conflit Israélo-arabe et la guerre du Golf rend la situation géopolitique de cette région très délicate. L'application des réformes était ainsi tributaire à la stabilité régionale. Un état de siège et une répression politique règne en Egypte depuis l'assassinat du Président Sadat. En Jordanie, la stabilité politique interne souffre des menaces de ses voisins palestiniens qui continuent à créer des troubles au sein du pays malgré les avantages qu'ils ont obtenus en termes de naturalisation. Le processus de réformes a toutefois bénéficié des retombées de la guerre du Golf. Au Maghreb, l'instabilité politique a caractérisé notamment l'Algérie qui est entrée depuis le début des années quatre-vingt-dix dans un semblant de guerre civile en raison d'un conflit politique entre le gouvernement, l'armée et le parti islamique. Les pays voisins de l'Algérie ont vite procédé à une politique oppressive afin d'éviter tout conflit interne. Cette instabilité régionale et interne a constitué un frein à l'application des réformes et a obligé certains pays à alléger le processus des réformes comme était le cas en Egypte et en Algérie.

Sur le plan géographique, les divergences apparaissent au niveau des richesses naturelles et de la superficie. Certains pays bénéficient d'une diversité importante en matières premières et minéraux tels que le gaz naturel, le pétrole (Egypte et Algérie) et le Phosphate (Maroc), alors que d'autres en sont relativement pauvres (Jordanie et Tunisie). L'importance de la superficie et la présence d'une vaste étendue de désert constitue la deuxième différence géographique. La Jordanie constitue en ce sens le pays le plus petit de la région.

Les ressemblances et les dissemblances économiques, politiques et géographiques des pays du MMA notamment au niveau de la pratique des réformes enrichissent l'analyse de la libéralisation financière dans ces deux régions. Il est instructif de comparer les résultats obtenus par les pays qui ont entrepris une libéralisation rapide (big-bang) avec les résultats obtenus par les pays qui ont suivi une libéralisation graduelle. Pour cela, l'analyse de l'expérience de la libéralisation financière au MMA sera suivie en trois parties.

La première partie souligne l'évolution de la théorie de la libéralisation et fait ressortir les faits stylisés de la répression financière au MMA. Cette partie se compose de deux chapitres : le premier chapitre rappelle comment la théorie de la libéralisation a répondu aux premières critiques qui lui ont été adressés. Ces critiques émanent des études effectuées sur les pays en développement suite à leur expérience de réformes. Les insuffisances observées suite à ces expériences ont permis de réévaluer la théorie de la libéralisation qui souligne désormais la nécessité de tenir compte des conditions économiques initiales de chaque pays et de mettre en place un plan de stabilisation macroéconomique. De Même, la solidité du système financier est devenue une condition indispensable par l'application d'une politique de supervision bancaire rigoureuse.

Le deuxième chapitre mesure et met en évidence la répression financière au MMA. Il identifie les instruments et les indicateurs de la répression dans ces deux régions. Il souligne notamment l'effet négatif de la répression sur le niveau de développement financier à travers l'utilisation d'indicateurs monétaires. Ces indicateurs montrent la forte présence de la base monétaire (assiette du seignuriage). Ils révèlent aussi, une faible dynamique bancaire et une faible diversification d'actifs financiers. La présence de la répression financière est apparente aussi à travers la présence de pressions inflationnistes caractérisées par la forte présence de la monnaie dans l'économie suite au financement monétaire du déficit budgétaire.

La pratique de la répression financière pendant deux décennies n'a pas été sans conséquences sur l'économie du MMA. C'est pourquoi la deuxième partie de notre travail consiste à étudier, en deux chapitres, les effets de la répression sur le système financier et la croissance économique dans ces deux régions. L'effet de la répression sur le développement du système financier (chapitre 3) est analysé à travers un modèle théorique qui met en lumière l'impact négatif de la répression sur la fonction de demande de monnaie des agents. La répression apparaît aussi à travers ses effets sur les fonctions d'offre de dépôts et de crédits bancaires. Nous bouclons le modèle en montrant comment l'Etat arrive à extraire des recettes conséquentes de seignuriage à travers un arbitrage entre la taxe d'inflation et la répression financière. L'estimation économétrique des fonctions de demande de monnaie et d'offre de crédit confirme

l'effet négatif de la répression sur le secteur financier au MMA. Elle montre aussi qu'au-delà d'un certain seuil ces fonctions deviennent insensibles à la répression. Plus la répression s'accroît plus la demande de monnaie augmente exprimant ainsi la croissance de la taxe d'inflation.

Dans la même perspective, le chapitre 4 analyse l'effet de la répression financière sur la croissance économique à travers ses effets sur l'épargne et l'investissement. Il montre que l'effet de la répression sur la croissance est lié à la fois à l'efficacité de l'investissement et à son mode de financement. Ce dernier apparaît à travers les variables bancaires qui ont affecté les orientations de financement des investissements. L'estimation économétrique de l'équation de croissance que nous avons appliqué au MMA, confirme, comme le souligne la théorie de la libéralisation, l'effet négatif de la répression sur la croissance.

Après avoir analysé l'effet de la répression sur l'approfondissement financier et la croissance économique, effets qui ont poussé ces Etats à procéder à des réformes financières, nous analysons dans la troisième partie de notre recherche la pratique et les résultats de la libéralisation au MMA. Cette partie est composée de deux chapitres : le chapitre 5 rappelle au départ les politiques de stabilisation effectuées au MMA au début des réformes. Ces politiques ont consisté notamment à baisser et à stabiliser l'inflation et le déficit budgétaire. Par la suite, nous effectuons une analyse détaillée des politiques de libéralisation suivies dans ces deux régions. Ces politiques ont consisté à la fois à suivre des libéralisations rapides (Machrek) et graduelles (Maghreb). Un bilan des réformes est effectué à la fin du chapitre.

Une fois que les informations sur les expériences de libéralisation au MMA sont acquises, nous analysons dans le sixième chapitre les résultats des réformes. Ce chapitre montre que les efforts en matière de stabilisation et de régulation bancaire ont permis d'améliorer la situation financière mais des insuffisances continuent à subsister ce qui nécessite des efforts supplémentaires notamment en matière de régulation et de supervision bancaire. Ce chapitre permet aussi de constater que seule la Jordanie a réussi à obtenir un niveau d'approfondissement financier satisfaisant après 15 années de réformes bien que les pratiques de libéralisation de ce pays n'aient pas été totalement

conformes aux directives de la théorie de la libéralisation. Cette constatation nous a poussé à chercher pourquoi des pays présentant les mêmes conditions initiales et ayant suivis le même type de réformes à des dates plus ou moins rapprochées ne débouchent pas sur l'approfondissement financier escompté à la même vitesse. Pour répondre à cette question, nous appliquons un modèle de durée dans lequel nous introduisons d'autres variables politiques et sociales afin de mesurer l'effet des ces variables sur la périodicité de la libéralisation financière. Ce modèle permet de constater, entre autre, que la politique fiscale a un effet positif sur la durée des réformes (durée plus longue). Ce résultat peut expliquer la lenteur des réformes dans certains pays du MMA tels que l'Egypte. Ces pays n'ont pas pu maintenir l'objectif du déficit fiscal visé malgré les mesures de stabilisation adoptées au début des réformes.

L'analyse des résultats de la libéralisation financière au MMA permet ainsi de constater qu'il est très difficile d'établir un cadre général de réformes qui pourrait être applicables à un groupe de pays même si ces pays présentent a priori des caractéristiques économiques semblables. La volonté des gouvernements à respecter la méthodologie de réformes qu'ils se sont fixée se heurte souvent aux aléas conjoncturels externes qui mettent en péril la crédibilité des réformes ou retardent leur application. Nous concluons ainsi notre étude en rassemblant les principaux résultats que nous avons trouvés tout au long de cette recherche.





## **CHAPITRE 1 : DEVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE ECONOMIQUE .**

Une des principales caractéristiques de la littérature de la finance et de la croissance est de s'intéresser, depuis le début du vingtième siècle, à la relation qui lie le système financier à la croissance économique. Cette littérature s'est caractérisée par la présentation de modèles théoriques dans lesquels le système financier affecte positivement la croissance de long terme.

La contribution du système financier à la mobilisation de l'épargne et l'allocation du crédit a été développée pour la première fois par Fisher (1930). Cet auteur montre qu'un bon fonctionnement du marché financier permet aux épargnants de recevoir un rendement élevé et d'être capables de faire des choix optimaux entre l'épargne et la consommation courante. Les investisseurs, à leur tour, obtiennent un financement à de faibles coûts ce qui leur permet d'investir des montants optimaux dans des activités profitables. La présence de ces marchés qui jouent le rôle d'intermédiaire permet d'éviter les problèmes d'agence liés à la distribution des crédits.

Quelques années plus tard, Gurley, Shaw (1960) et Hicks (1969) présentent un modèle de croissance dans lequel le système financier apparaît par ses aspects multifonctionnels. Leur modèle était parmi les premiers modèles à considérer plusieurs fonctions du système financier. C'est dans cette même idée que Goldsmith (1969) souligne l'importance du rapport entre la structure financière (mixage entre les contrats financiers, les marchés et les institutions financières) d'un pays et son infrastructure réelle, pour la croissance économique. Il rappelle que le développement de la structure financière accélère la croissance et améliore la performance économique dans la mesure où elle facilite le transfert des fonds vers des utilisateurs susceptibles de produire un meilleur rendement social.

L'objectif de ce chapitre est de discuter du rôle de la finance dans la croissance économique. A cet effet, il présentera dans une première section les principales idées relatives à la relation entre le développement financier et la croissance économique en mettant l'accent sur la théorie de la libéralisation financière. La deuxième section mettra en lumière les principales critiques apportées à la théorie de la libéralisation en lumière des expériences de libéralisation financière des pays en développement.

## ***SECTION 1 : DEVELOPPEMENT FINANCIER ET CROISSANCE ECONOMIQUE : LES CONTROVERSES THEORIQUES .***

La littérature économique relative à la relation entre le développement financier et la croissance économique est très variée. Il existe jusqu'à nos jours des débats considérables sur l'effet effectif de la finance dans la croissance du produit. Ces débats admettent l'existence d'une relation entre le développement financier et la croissance économique mais ils diffèrent sur les mécanismes de transmission de cette relation. Deux principaux courants peuvent être cités à cet effet. Le premier, représenté par Schumpeter (1912), Glodsmith (1969), McKinnon (1973) et Shaw (1973), King et Levine (1993b), défend une approche d'offre et voit que les marchés financiers jouent un rôle clef dans la croissance économique. La différence du niveau de croissance entre les pays s'explique par la qualité des services offerts par les institutions financières et la réglementation en vigueur. Le deuxième courant se place au contraire du côté de la demande et plaide en faveur d'un lien de causalité inverse. Il suppose que le niveau de croissance économique est le principal catalyseur de l'approfondissement financier. Le système financier ne fait que répondre d'une manière passive à la demande de services qui s'adresse à lui, Hugh, (1966), St Hill (1992), Pagano (1993), Joseph, Raffinot et Venet (1998). L'objectif de cette section est de présenter succinctement les deux approches en mettant un accent particulier sur les principales idées avancées par la théorie de la libéralisation financière.

### ***1. ROLE DU SYSTEME FINANCIER DANS LA CROISSANCE ECONOMIQUE .***

Ce paragraphe s'intéresse aux arguments théoriques avancés par les approches de l'offre et de la demande au sujet de la relation entre le développement financier et la croissance économique. Nous exposerons par la suite les principales études empiriques qui ont essayé de tester l'existence de cette relation.

## ***1.1 LA RELATION ENTRE L'APPROFONDISSEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE.***

### ***1.1.1 L'APPROCHE DE LA DEMANDE.***

Les défenseurs de l'approche de la demande tels que Hugh, (1966), St-Hill (1992), Pagano (1993), Joseph, Raffinot et Venet (1998), supposent que le développement des institutions financières dépend du degré de la demande des services financiers par les épargnants et les investisseurs. Cette situation suppose un environnement économique plus ou moins stable dans lequel la situation monétaire, réelle et commerciale présente une croissance régulière. La croissance des différents secteurs de l'économie pousse les entrepreneurs à solliciter des crédits auprès des intermédiaires financiers afin de financer leurs investissements futurs. Cette demande de crédit accélère le développement des techniques financières des banques afin de répondre de façon optimale aux besoins des entreprises et des ménages. Plus la croissance est élevée, plus la demande de fonds croît et avec elle l'intermédiation financière. La disponibilité des crédits qui en résulte encourage le financement des projets d'investissement innovateurs à rendement élevé. La croissance de l'investissement consolide à son tour le maintien de la croissance du produit.

Des auteurs plus récents tels que Demetriades et Hussein (1996) viennent soutenir cette approche et ajoutent que la demande des services financiers dépend de la croissance réelle des outputs, du développement du commerce, du degré de monétisation de l'économie et même du développement de certains secteurs traditionnels tels que l'agriculture. La demande des services financiers (épargne crédits et autres) serait d'autant plus importante que la croissance est élevée. De plus, c'est l'écart de croissance entre les différents secteurs de l'économie qui pousse les intermédiaires financiers à transférer leur épargne vers les industries les plus rentables permettant ainsi le développement et la sophistication du marché et des services financiers. Ainsi, le développement du système financier serait plus ou moins automatique réagissant passivement au processus de croissance.

L'approche de la demande ainsi définie part de l'idée que le système financier, dans son premier stade de développement, est une conséquence plus ou moins évidente de la croissance économique. Lorsque le système devient mature, il stimule les canaux de la croissance à travers l'accumulation de l'épargne et l'allocation optimale du crédit entre les secteurs productifs de l'économie. Cette approche suppose donc que l'offre de fonds est très élastique aux opportunités d'investissement. Cette élasticité est associée à un cadre légal et réglementaire favorable qui facilite l'expansion des institutions financières, la diversification des produits et l'amélioration des techniques de gestion qu'ils lui sont associés. Le système financier selon cette approche est suffisamment élastique pour répondre à la demande des investisseurs. Le problème des pays en développement est un problème d'inélasticité du système financier additionné à un faible taux de croissance.

#### ***1.1.2 L'APPROCHE DE L'OFFRE.***

Contrairement à l'approche de la demande dans laquelle le système financier joue un rôle plus ou moins passif notamment durant les premiers stades de son développement, l'approche de l'offre se base dans son analyse sur la prédominance du secteur financier et son rôle clef dans la croissance économique. C'est grâce à l'offre des services financiers et de l'épargne financière que ce secteur arrive à stimuler la demande d'actifs des entrepreneurs afin de financer leurs projets.

Le système financier selon Patrick (1966) repose sur deux fonctions: Le transfert des ressources des secteurs traditionnels vers des secteurs plus modernes et la promotion de l'initiative privée dans ces secteurs modernes. La collecte de l'épargne et sa disponibilité dans ce système crée un effet psychologique favorable à l'égard de l'investissement ce qui pousse les entrepreneurs à s'orienter vers des projets innovateurs à très fortes potentialités technologiques. Les investissements ainsi financés se développent et avec eux la croissance économique. Le caractère dynamique du système financier, selon cette approche, va au-delà de l'allocation et de la gestion des fonds disponibles. Les intermédiaires financiers peuvent participer à l'établissement de nouvelles industries soit en tant que garant d'une partie ou de la totalité du capital ou en tant qu'actionnaire. Cette forme de participation fait du système financier un acteur principal dans la promotion de la croissance en amont comme en aval.

L'approche de l'offre s'est renforcée avec les nouvelles idées de la théorie de la croissance endogène qui a donné un rôle clef aux intermédiaires financiers dans le processus d'endogénéisation de la croissance, Le Gallic (1995). Les nouveaux modèles de croissance endogènes ont établi, en effet, des relations causales entre le développement financier et la croissance. Ces relations émanent de l'amélioration de l'affectation de ressources à travers la diversification des risques, Levine (1991), Saint Paul (1992), la gestion des risques de liquidité et le choix d'investissement en fonction des informations sur la rentabilité des projets, King et Levine (1993b).

L'importance des intermédiaires financiers apparaît aussi à travers le rôle de conseil qu'ils peuvent jouer. Ces derniers orientent, en effet, les épargnants et les aident à choisir des projets à rendement élevé et ce par la diversification de leur portefeuille d'épargne, Greenwood et Jovanovic (1990). Ils peuvent aussi réduire les risques de liquidité encourus par les agents en les conseillant à faire des choix optimaux entre des placements de long terme, plus productif, et des placements liquides, Bencivenga et Smith (1991).

Le rôle du système financier dans la stimulation de la croissance dépend toutefois de la politique économique adoptée qui nécessite la présence d'une réglementation qui favorise la concurrence des marchés et l'initiative privée. Le faible niveau de croissance dans les pays en développement, selon cette approche, est relatif à une politique réglementaire non adéquate qui limite l'initiative privée et favorise une gestion financière plus centralisée dominée par le contrôle de l'Etat sur le marché financier. Devant une telle situation, les intermédiaires financiers deviennent des acteurs passifs qui ne font que répondre aux exigences des plans de développement du gouvernement central.

Bien que les arguments théoriques avancés par chaque approche semblent trouver leur explication sur le plan pratique, les études empiriques relatives à la relation entre le développement financier et la croissance économique appliquées aux pays en développement donnent toutefois des résultats nuancés.

## ***1.2 CAUSALITE ET CORRELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE.***

Afin de mettre en pratique la relation entre le développement financier et la croissance économique, les chercheurs ont suivi des démarches empiriques basées sur des études statistiques et économétriques. Deux principales démarches ont été suivies : La recherche d'une relation de causalité entre les variables financières et le produit et l'application d'estimations économétriques.

### ***1.2.1 LES LIENS DE CAUSALITES ENTRE LES VARIABLES FINANCIERES ET LA CROISSANCE.***

Une des relations de causalité la plus fréquemment utilisée par les chercheurs a été le test de Granger. Ce test met en évidence trois sens de causalités possibles: Une causalité unidirectionnelle (causalité d'une variable vers l'autre sans que la réciproque soit vraie), une causalité bidirectionnelle (causalité dans les deux sens) ou inexistence de causalité. Goldsmith (1969) a été le premier à utiliser les relations de causalité entre la croissance économique et le développement financier<sup>2</sup>. Goldsmith (1969) a constaté un mouvement à la hausse du ratio actif financier sur la période utilisée (1860-1963). Il fait cependant remarquer qu'il ne peut pas confirmer une relation causale entre les deux variables en raison de la dimension de l'échantillon (petit échantillon).

Quelques années plus tard, Jung (1986) utilise le test de Granger pour 56 pays dont 38 pays en développement. Il remarque que seuls 14 pays en développement présentent une causalité bidirectionnelle. Les 24 pays qui restent présentent une causalité dans un seul sens c'est à dire que le développement financier cause au sens de Granger la croissance. Bien qu'ils mettent en lumière l'existence d'un lien de causalité entre l'approfondissement financier et la croissance du produit, les résultats obtenus par Jung (1986) émanent d'un échantillon non homogène<sup>3</sup> qui ne permet pas de généraliser la relation pour tous les pays.

---

<sup>2</sup> Cette estimation a été appliquée à 35 pays sur une période allant de 1860 à 1963.

<sup>3</sup> Cet échantillon ne comportait que deux pays de l'Afrique Subsaharienne.

Thornton (1996) trouve des résultats similaires à ceux de W.Jung. Il applique le test de Granger à 22 pays sur une période de 30 ans. Mais les résultats mitigés qu'il a obtenus l'ont poussé à conclure qu'il est impossible d'affirmer un effet positif du développement financier sur la croissance, que l'effet de causalité peut être réciproque entre les deux variables et que le rôle que joue le secteur financier dans la croissance est temporaire.

Demetriades et Hussein (1996) ont utilisé un test de cointégration (Granger et Engle) afin d'évaluer la relation de long terme entre le développement financier et la croissance économique pour 16 pays. Deux variables financières mesurées en pourcentage du produit ont été testées : les dépôts et les créances au secteur privé. Les résultats du test ont montré que la relation de cointégration n'est vérifiée que pour cinq pays et pour une des deux variables financières seulement. La même relation de cointégration a été appliquée à l'échantillon précédant mais en utilisant le test de Johansen. Les résultats de ce test ont été plus concluant dans la mesure où 13 des pays estimés ont présenté une relation de cointégration. Cette relation n'est cependant, évidente que pour la première variable financière. Ces deux auteurs concluent qu'ils ne peuvent pas affirmer qu'il existe une relation linéaire de long terme entre l'approfondissement financier et la croissance économique et que si cette relation existe, elle est probablement non linéaire.

Dans la même perspective, un test de cointégration et un modèle à correction d'erreurs ont été utilisés par Darrat (1999). Les variables explicatives du taux de croissance utilisées par cet auteur ont été le taux d'inflation, la masse monétaire et la monnaie en circulation. Les deux variables ont été calculées en pourcentage du produit. Les deux modèles ont été appliqués à trois pays : L'Arabie Saoudite, Les Emirats arabe Unies et la Turquie. Les résultats obtenus ont révélé que l'effet de l'approfondissement financier sur la croissance dépend de l'environnement économique de chaque pays et du degré de maturité des variables financières. De plus, cet effet n'est perceptible qu'à long terme et ne semble influencer que quelques secteurs de l'économie.



Les tests de causalité n'ont pas permis, ainsi, d'établir une généralisation du sens de causalité entre les variables financières et la croissance économique. Les résultats obtenus ont montré que la relation est soit inexistante, soit unidirectionnelle ou bidirectionnelle. Par ailleurs, quand la relation existe, celle-ci est soit temporaire ou de court terme. Lorsque la relation de long terme est vérifiée, elle n'influence que certains secteurs de l'économie. C'est pourquoi d'autres auteurs de la finance ont choisi de tester cette relation par le biais d'équations théoriques ou de modélisation. Mais les résultats obtenus n'étaient pas concluants.

### ***1.2.2 CORRELATION ENTRE LES VARIABLES FINANCIERES ET LA CROISSANCE.***

En plus des tests de causalité de Granger, certains auteurs ont procédé à des estimations économétriques construites sur la base d'équations et de modèles théoriques. Parmi ces auteurs, nous pouvons citer King et Levine (1992) qui ont mesuré l'effet du niveau du développement financier sur les canaux de la croissance. A cet effet, ils ont construit quatre indicateurs financiers qu'ils ont appliqués aux variables de croissance de 119 pays entre 1960 et 1989. Les résultats obtenus ont montré que les variables financières ont un effet positif et significatif sur la croissance à travers leurs effets sur le volume et l'efficacité de l'investissement. King et Levine (1993b) ont, par la suite, réutilisé les mêmes indicateurs financiers qu'ils ont appliqués à trois indicateurs de la croissance (voir annexe). La même période d'estimation a été appliquée à 85 pays en coupe transversale. Les résultats obtenus ont confirmé l'existence d'effet significatif et positif des variables financières sur la croissance.

Ces mêmes auteurs utilisent un modèle de croissance endogène afin d'estimer le rôle que peut jouer le secteur financier dans la croissance économique, King et Levine (1993a). Ils supposent que les intermédiaires financiers sont les principaux fournisseurs de services pour les entrepreneurs. Ils évaluent les projets de ces derniers, ils présentent des plans pour la diversification des risques et fournissent les informations nécessaires qui facilitent le choix des projets les plus rentables. Les services financiers ont été mesurés par quatre indicateurs. Les indicateurs de la croissance retenus ont été des indicateurs classiques tel que le produit par tête, le stock du capital physique par tête ainsi que d'autres déterminants de la croissance par tête. La régression en coupe

transversale a été appliquée à 77 pays entre 1960 et 1989. Les résultats obtenus ont montré une relation positive entre les variables de croissance et les indicateurs des services financiers.

Levine (1997) reprend, par la suite, l'étude ci-dessus et suppose que la création des institutions financières et le développement de l'offre de leurs produits et services permet une reallocation de l'épargne entre les différentes technologies de production. Afin de vérifier cette hypothèse, il évalue la relation entre la liquidité des marchés financiers et la croissance économique pour quarante deux pays choisis en fonction de leur produit intérieur brut. L'échantillon ainsi constitué comportait à la fois des pays à revenu élevé, à revenu intermédiaire et des pays à revenu faible. L'estimation en données de panels sur la période 1976-1993 a révélé une relation positive et très significative entre la liquidité boursière et le produit intérieur brut. Des études similaires entreprises par d'autres auteurs ont permis de constater la même relation positive et significative entre l'approfondissement financier et la croissance économique, Diaz Alejandro (1985), Gelb (1989), De-Gregorio et Giudotti (1995).

Plus récent encore, Benhabib et Spiegel (2000), utilisent les mêmes variables financières utilisées par King et Levine (1992) afin de mesurer les effets indirects de la finance sur la croissance et ce à travers ses effets sur les facteurs d'accumulation et de production. En appliquant leur modèle au Chili, l'Argentine, l'Indonésie et la Corée dans une économétrie en données de panels, ils arrivent à un résultat mitigé. Ils avancent alors deux idées : La première idée vient confirmer les hypothèses relatives à l'impact positif des variables financières sur la croissance bien que la robustesse de cet effet reste variable. La seconde concerne l'importance des effets fixes dans la mesure ou en l'absence de ces effets, seule une des variables financières utilisées avait un effet positif et significatif sur l'accumulation du capital physique et humain.

Lorsque les études portent sur des échantillons plus homogènes tels que les pays de l'Afrique subsaharienne, les résultats deviennent ambigus. Collier et Gunning (1997) reprennent, en effet, l'échantillon de King et Levine et montrent que l'effet de l'approfondissement financier sur la croissance est positif en Afrique mais plus faible que dans les autres pays en développement. Un résultat similaire a été trouvé par Savvides (1995) qui utilise un échantillon de 28 pays africains dont trois pays du

Maghreb. La variable développement financier mesurée par le ratio quasi monnaie en pourcentage du produit n'était significative qu'au seuil de 10%. Cette variable devient non significative lorsque Savvides (1995) introduit la variable «libertés politiques».

Ces résultats mitigés peuvent trouver une explication dans l'étude de Berthélemy et Varoudakis (1998) qui montrent l'existence d'effets de seuil. C'est à dire qu'en deçà d'un certain niveau de développement financier la croissance est plus lente. La différence des niveaux de développement du système financier fait ressortir ce qu'ils ont appelé des équilibres multiples. Ces équilibres apparaissent en raison de l'interaction à double sens entre l'approfondissement financier et la croissance. Ces deux auteurs expliquent l'existence de ces équilibres par la théorie de convergence et montrent que l'amélioration du niveau de croissance est liée au niveau de développement financier. Ces deux auteurs arrivent à la conclusion qu'en dessous d'un certain niveau d'éducation et d'un ratio seuil M2/PIB, le rattrapage ne s'effectue plus et les pays se trouvent bloqués dans un club de convergence particulier.

Ces auteurs ont identifié quatre clubs de convergence définis par le niveau d'approfondissement financier et le niveau d'éducation. Les pays qui présentent un faible niveau de développement financier convergent vers le groupe de pays à faible croissance économique. Ces auteurs font remarquer que l'amélioration des performances financières pour un pays à faible développement financier peut faciliter le processus de croissance mais cette condition n'est pas suffisante pour assurer le développement économique<sup>4</sup>.

Il ressort des ces études empiriques que le lien positif entre le système financier et la croissance économique ne peut pas encore être totalement admis. En effet, les tests économétriques qui ont essayé de vérifier cette relation n'ont pas donné des résultats concluants. L'effet du développement financier sur la croissance était soit positif, King et Levine (1992) ou négatif, Darrat (1999) et même parfois non significatif, Thorthon (1996), Berthélemy et Varoudakis (1998).

---

<sup>4</sup> Le test de convergence utilisé par Berthélemy et Varoudakis (1997), sur la période 1960-1990 a révélé aussi que le Maroc, la Syrie et la Tunisie se plaçaient à la frontière entre les clubs à faible niveau de développement financier et les clubs à développement financier modéré alors que l'Algérie, l'Egypte et la Jordanie appartenaient au club à développement financier élevé. Mais dans un article plus récent, Berthélemy et Bentahar (2004) soulignent que la classification des pays arabes ne répond pas à la situation réelle de leur système financier notamment la Syrie, l'Algérie et l'Egypte. Berthélemy et Bentahar (2004) expliquent que cette classification revient de la mesure très approximative de l'approfondissement financier (Monnaie en pourcentage du produit) et que

Si nous nous limitons aux débats relatifs aux interactions positives entre les variables financières et la croissance, les approches de la demande et de l'offre ne seront pas sans effets sur les politiques de réformes adoptées par les pays en développement. Si c'est l'approche de l'offre qui est adoptée, la politique économique qui sera suivie serait celle de la libéralisation du système financier (cas des pays de l'Amérique Latine). Si c'est l'approche de la demande qui serait suivie, les réformes économiques viseront d'abord les secteurs productifs (cas de la Corée). Il faut noter toutefois que l'approche de la demande suppose une étape de développement financier plus ou moins avancée qui prévoit l'existence d'un volume suffisant d'encaisses réelles et une réglementation bancaire plus rigoureuse. La plus part des pays en développement ne semblent pas répondre à ces conditions. Le système financier est souvent rudimentaire et les pratiques bancaires répondent à une réglementation étatique caractérisée par la suprématie du secteur public. L'approche de l'offre semble donc correspondre plus à leurs caractéristiques économiques.

C'est cette dernière remarque qui a été soulignée par McKinnon (1973) et Shaw (1973). Adeptes de l'approche de l'offre, Ces deux auteurs font remarquer le retard de croissance des pays en développement et précisent que ce retard est lié au faible développement de leur système financier. Afin d'améliorer leur situation économique, ces deux auteurs proposent de procéder à des réformes financières par le biais de la libéralisation des taux d'intérêt. Les principales idées de cette théorie seront développées dans le paragraphe suivant.

## ***2. LIBERALISATION FINANCIERE ET CROISSANCE ECONOMIQUE.***

Partant de l'idée d'une relation positive entre le développement financier et la croissance économique, McKinnon (1973) développe vers le début des années soixante dix, l'idée selon laquelle le sous-approfondissement financier est la raison principale du faible niveau du produit dans les pays en développement. Ce sous-développement découle de l'adoption d'une mauvaise politique économique qui se caractérise par la fixation des taux d'intérêt au-dessous du niveau d'équilibre du marché. Le déséquilibre des taux que McKinnon (1973) et Shaw (1973) appellent répression financière, a pour

---

d'autres mesures plus performantes tels que l'efficacité du système financier, la diversification des services financiers, le cadre légal, l'effectivité de la supervision bancaire et autres mesures donneront des résultats plus proches à la réalité.

effet un faible développement des canaux de la croissance. Afin d'améliorer la croissance de l'épargne, de l'investissement et par conséquent celle du produit, ces deux auteurs proposent de procéder à des réformes qui permettent le développement du système financier. Ces réformes passent par la libéralisation des taux d'intérêt d'où le nom de la théorie de la libéralisation financière. L'objectif de ce paragraphe est de mettre en lumière les principales idées de cette théorie et d'exposer les débats théoriques qu'elle a suscités.

## **2.1 DEFINITION DE LA REPRESSION FINANCIERE.**

La théorie de la libéralisation financière est apparue pour la première fois dans les écrits de McKinnon (1973) et Shaw (1973) suite aux débats théoriques sur la relation entre le développement financier et la croissance économique. Ces deux auteurs ont fait remarquer le marasme économique des pays en développement et son lien avec la situation embryonnaire de leur système financier. Ce marasme, ont-ils expliqué, est dû à l'interventionnisme accru de l'Etat dans le système financier. Cet interventionnisme a été qualifié de répression financière.

### **2.1.1 LA REPRESSION FINANCIERE SELON MCKINNON ET FRY.**

McKinnon (1989), donne une définition très large à la répression financière. Selon lui, la répression se définit par toute taxation du système financier et toute mesure de régulation provoquant une situation de déséquilibre des capitaux intérieurs.<sup>5</sup> La répression financière selon McKinnon prend deux formes. Le contrôle des taux d'intérêt et le système d'allocation directe de crédits. La politique de contrôle des taux est appliquée aux taux sur les crédits et les dépôts. Les taux sont souvent plus faibles que le niveau du marché. L'Etat corrige souvent le différentiel entre les taux débiteurs et créditeurs en subventionnant les banques.

L'Etat peut aussi agir sur le système financier en taxant les intermédiaires financiers. La taxation peut être soit directe, en prélevant des taxes sur le revenu et/ou sur le bénéfice des banques ou indirecte en obligeant les banques à détenir un certain

---

<sup>5</sup> McKinnon, R (1989), « When governments tax and otherwise distort their domestic capital markets, the economy is said to be financially repressed », *"Oxford Review of Economic Policy"*, volume 5, n°4, p 29.

pourcentage de leurs dépôts sous forme de réserves obligatoires à la Banque Centrale. Cette politique permet à l'Etat de s'assurer des ressources suffisantes pour ses besoins de financement. Ces contraintes imposées au système financier, (crédits à des taux bonifiés, facilités de caisse aux entreprises publiques), freinent la liberté de décision de crédits des banques et conduisent à une inefficacité allocative du système.

Fry (1995b) met l'accent sur la distinction entre restriction et répression financière. Sur la base d'analyse des politiques économiques des pays en développement, il rappelle que ces pays ont plutôt utilisé des politiques de restriction. Ces dernières se définissent par toute forme d'intervention de l'Etat sur le marché financier afin d'extraire des ressources de financement supplémentaires. Ces formes d'interventions prennent différentes formes, tels que la mise en place de taux élevés sur les réserves obligatoires ou d'autres mesures citées plus-haut par McKinnon. La restriction financière ne se transforme en répression qu'en présence de taux d'inflation élevé. En effet, dans la plus part des pays en développement et lorsque l'emprunt intérieur est insuffisant, l'Etat complète le financement du déficit budgétaire par émission monétaire. Cette solution a pour résultat l'apparition des premiers signes d'inflation. Si le phénomène d'anticipation d'inflation se produit, les agents économiques vont changer leur portefeuille en actifs en devises afin de se prémunir contre l'inflation. Ce comportement réduit la demande de monnaie nationale et augmente l'inflation. La répression financière, selon Fry, est donc une conséquence involontaire des politiques restrictives additionnées à un fort taux d'inflation.

### **2.1.2 LA REPRESSION FINANCIERE SELON STIGLITZ**

Stiglitz (1981, 1994) ne partage pas l'idée de McKinnon et Fry. Il trouve qu'il existe des formes d'intervention de l'Etat qui améliorent à la fois la fonction des marchés et la performance de l'économie. Sous l'hypothèse d'information imparfaite, Stiglitz (1981, 1994) souligne qu'il existe des formes de répression qui peuvent aider à réduire les problèmes de hasard moral et de sélection adverse et améliorer par conséquent le développement financier. Cette amélioration se manifeste par l'accroissement de la qualité moyenne des crédits grâce à l'application de la politique des taux faibles et à la mise en place d'une politique directe de crédits qui vise les secteurs qui bénéficient d'un excédent de technologie élevée. La politique de répression

financière peut être complétée par une politique commerciale qui vise l'encouragement des exportations afin d'accélérer la croissance. Il faut noter cependant, que Stiglitz penche plus vers des formes de répression qui visent le contrôle des crédits. L'interventionnisme de l'Etat selon lui, est plus efficace par une politique de crédit rigoureuse plutôt que par l'administration des taux.

Les propos de Stiglitz ont été critiqués par Fry (1997)<sup>6</sup> qui accepte l'idée d'interventionnisme de l'Etat dans un climat de régulation tout en précisant que cet interventionnisme n'a pas besoin d'être accompagné de répression financière. En effet, Fry pense que l'utilisation de la politique des taux faibles ne permet pas d'augmenter nécessairement l'efficacité moyenne de l'investissement dans la mesure où ce taux peut encourager les entrepreneurs, qui présentent des projets à rendement faibles, à demander des crédits. Par ailleurs, l'utilisation de la performance passée comme critère de sélection de crédits, comme le souligne Stiglitz, peut pénaliser les nouveaux entrants et risque de faire perpétuer ainsi le monopole.

### **2.1.3 LA REPRESSION FINANCIERE SELON LES STRUCTURALISTES.**

Pour les structuralistes, la répression financière se manifeste par l'apparition et le développement des marchés financiers informels. Les restrictions sur le marché financier formel poussent les agents à faire appel aux prêts dans le marché informel comme une alternative aux dépôts bancaires. La liberté de circulation des capitaux dans ces marchés et le manque de contrôle étatique encouragent leur développement. Les structuralistes supposent donc que compte tenu de la liberté d'action très limitée des banques, dans une économie financièrement réprimée, les marchés financiers informels sont appelés à se développer.

---

<sup>6</sup>Fry, Maxwell. J (1997), «In favour of Financial Liberalisation », *The Economic Journal*, volume 107, n° 442, p. 754-770.

#### **2.1.4 LES PRINCIPALES CARACTERISTIQUES D'UNE ECONOMIE REPRIMEE.**

La divergence des points de vues relatifs à la définition de la répression financière ou à la mesure du degré de l'interventionnisme de l'Etat et ses effets sur le système financier nous permet d'imaginer l'évolution du scénario d'une économie financièrement réprimée.

L'économie réprimée se caractérise souvent par un écart entre la demande et l'offre agrégées, un manque des réserves de change et une accélération de l'inflation. Les banques affichent une baisse de l'épargne financière en termes réels suite à l'inflation réduisant ainsi les crédits disponibles. Parallèlement, la demande de crédits augmente suite à des taux d'intérêts négatifs. Le problème de manque de crédits incite les autorités à proposer de nouvelles règles de gestion financière tels que le rationnement et/ou la politique sélective de crédit. La croissance du déficit budgétaire financé par expansion monétaire entraîne la croissance de la demande agrégée. La baisse des taux réels a pour conséquences la baisse de la demande des actifs financiers domestiques. D'un autre côté, la croissance de la vitesse de circulation de la monnaie et la baisse des taux créditeurs stimulent l'investissement et les projets non profitables deviennent plus attractifs.

La réaction de l'Etat et des agents économiques face à la répression déstabilise encore l'économie. La baisse de la demande des actifs financiers oblige les banques à réduire les fonds prêtables au secteur privé orientant ainsi l'offre de crédits vers les secteurs étatiques. Avec un coût de crédit négatif, il se produit un transfert net de ressources réelles des épargnants vers les emprunteurs.

Si la période de répression se prolonge, le niveau de l'activité économique et la croissance vont baisser jusqu'à atteindre des niveaux négatifs. Le taux d'accumulation du capital baisse à son tour en raison de la baisse des crédits. Ces problèmes s'aggravent suite à la réduction de la production des entreprises en raison du manque des biens intermédiaires et des matières premières importées. En effet, un des aspects de la politique de répression financière est l'application de politiques restrictives sur le secteur du commerce extérieur. Ces politiques empêchent l'accès aux marchés de biens



importés. La demande sur ces biens augmente entraînant ainsi la croissance des prix. Sous un régime de taux de change fixe, la compétitivité du secteur à l'export baisse provoquant le déficit du compte courant qui, suite aux sorties de capitaux, provoque un manque de devise.

L'analyse de la répression de l'école de la libéralisation financière, n'a pas établi de scénario de la répression. Elle a plutôt, mis l'accent sur l'évolution probable d'une économie réprimée à travers l'effet que peut avoir la réglementation des taux sur la croissance de l'épargne et de l'investissement. Le paragraphe suivant nous enseignera comment s'établit cet effet.

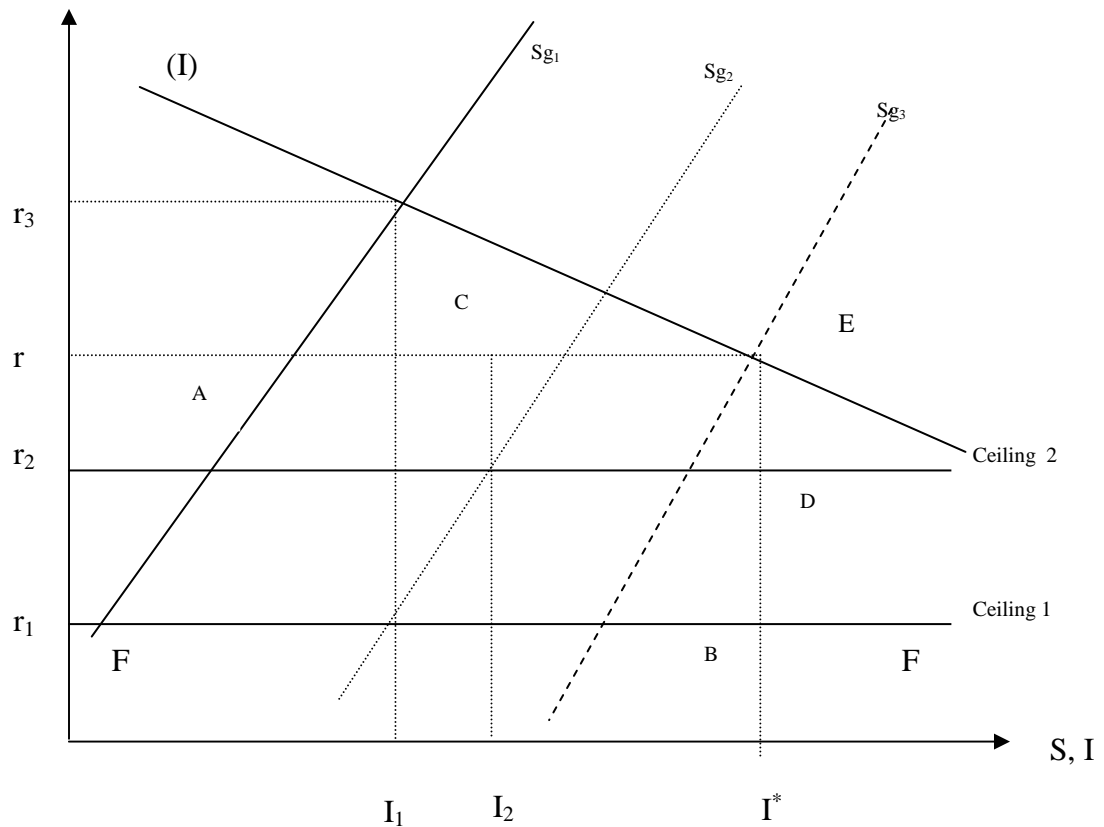
## ***2.2 ANALYSE NEO-LIBERALE DE LA REPRESSION FINANCIERE.***

### ***2.2.1 LE CONSTAT DE LA REPRESSION FINANCIERE.***

L'approche de McKinnon et Shaw (1973) dite aussi néo-libérale, met l'accent sur les causes de la répression financière et l'analyse comme une mauvaise gestion du système monétaire, caractérisé par une croissance de la masse monétaire et une mauvaise politique de crédit. La théorie s'appuie aussi sur le caractère fragmenté des marchés financiers dans les pays en développement entraînant une mauvaise allocation des ressources.

Afin d'expliquer leur théorie, les néo-libéraux utilisent un modèle basé sur la monnaie interne dans lequel les intermédiaires financiers interviennent entre les épargnants et les investisseurs. Le graphique suivant illustre une situation de répression financière liée à la présence de plafonds sur les taux d'intérêt.

Graphique 1 : Répression financière à travers les taux d'intérêts<sup>7</sup>.



L'épargne  $Sg$  est une fonction positive du taux d'intérêt  $r$  et du taux de croissance du revenu  $g$ . La droite  $FF$  illustre la répression financière qui suppose le maintien du taux d'intérêt réel au-dessous de son niveau d'équilibre. L'investissement initial est fixé à  $I_1$  et l'épargne est fixée au taux  $r_1$ .

Les fonctions  $Sg_1$ ,  $Sg_2$ ,  $Sg_3$  correspondent à des fonctions d'épargne. Elles sont fixées à des taux d'épargne  $g_1, g_2, g_3$  et des taux d'intérêt  $r_1, r_2, r_3$  tels que  $g_1 < g_2 < g_3$  et  $r_1 < r_2 < r_3$ . Si le taux ne subit aucune restriction, l'équilibre entre l'épargne et l'investissement serait au point E avec un taux d'intérêt  $r^*$  tel que  $I^* = S^*$ .

Deux cas se présentent:

<sup>7</sup> Gibson, H.D. et Tsakalotos, E (1994), « The Scope and Limits of Financial Liberalisation in LDC's : A Critical Survey ». *The Journal of Development Studies*, volume 30, n°3.

**Premier cas :** l'Etat impose une restriction de type *Ceiling1* sur les taux nominaux des dépôts de sorte qu'ils soient inférieurs aux taux d'équilibre  $r^*$ . A ce stade, le taux de croissance de l'économie est  $g_1$  au taux d'intérêt  $r_1$  avec un volume d'investissement et d'épargne  $I_1$  et  $S_1$ . Avec un niveau de taux  $r_1$  sur les dépôts, les banques peuvent imposer librement le taux sur les crédits. Le taux sur les crédits dans ce cas est  $r_3$  pour un investissement  $I_1$ . La marge ainsi obtenue par les banques en raison de l'écart  $r_3 - r_1$  sera utilisée pour d'autres opérations tels que la création de nouvelles branches ou d'autres opérations de services.

Si le plafond de taux *ceiling1* est imposé à la fois sur les crédits et les dépôts, on aura un autre niveau d'épargne et d'investissement. Mais une partie de la demande d'investissement  $AB$  reste non satisfaite. Le crédit sera alors rationné et une partie des entreprises n'aura pas accès aux crédits. Le rendement des projets financés par les banques est à peine plus élevé que le taux d'intérêt sur les crédits. Cette situation explique pourquoi, en présence de rationnement de crédit, les banques préfèrent financer des projets moins risqués. Nous pouvons donc supposer que la partie d'investissement non satisfaite  $AB$  correspond à des projets rentables risqués que les banques évitent de financer.

**Deuxième cas:** l'Etat engage une libéralisation partielle et fait augmenter les taux d'intérêt au niveau *Ceiling2* (ces taux restent toutefois au-dessous du niveau d'équilibre). La croissance du taux augmente l'efficacité de l'investissement puisque les entrepreneurs engagent des projets plus rentables. Le taux de croissance de l'économie augmente de  $g_1$  à  $g_2$  et la fonction d'épargne se déplace vers la droite. Donc le niveau du taux d'intérêt  $r_2$  encourage l'épargne qui stimule l'investissement et le fait déplacer au point  $I_2$ . Le rationnement de crédit est toujours maintenu mais a été réduit à  $CD$ . Quand les taux sont complètement libéralisés, le rationnement de crédit disparaît et le taux de croissance passe à  $g_3$ . L'épargne et l'investissement se déplacent au niveau d'équilibre  $E$ .

Ainsi le taux d'intérêt réel considéré comme rendement de l'épargne est la clef de croissance du niveau d'investissement dans ce modèle. L'amélioration de la quantité et de la qualité de l'investissement agit dans ses effets positifs sur le taux de croissance de l'économie. La croissance dans une économie réprimée repose donc sur l'épargne, l'investissement passe en second plan.

L'analyse de McKinnon et Shaw (1973) suppose donc que le plafond d'intérêt augmente la consommation et réduit l'épargne. Il réduit aussi la qualité des investissements en poussant les banques à financer des projets à faible rendement. La solution préconisée est celle de la suppression du plafond d'intérêt et/ou de l'inflation ainsi que toute forme de régulation étatique qui empêche l'accès au crédit par les moyens du marché. Ce procédé permettra la croissance de l'efficacité moyenne de l'investissement représenté dans le graphique 1 par l'équilibre ( $I^*$ ,  $r^*$ ) et de la croissance de l'économie  $g_2$ <sup>8</sup>.

McKinnon et Shaw (1973) ont ainsi vivement critiqué les politiques économiques qui ont conduit à la présence de répression financière caractérisée par la distorsion des taux d'intérêt et de change. Cette critique s'oriente autour du caractère néfaste sur la croissance de l'épargne. Le plafonnement des taux en présence d'inflation conduit généralement à la présence de taux réels négatifs qui découragent l'épargne. Sur la base de ce constat, McKinnon (1973) et Shaw (1973) développent deux argumentations différentes.

### ***2.2.2 LA COMPLEMENTARITE DE LA MONNAIE DE MCKINNON.***

L'analyse de McKinnon (1973) repose sur l'idée de complémentarité entre la monnaie et l'accumulation du capital physique<sup>9</sup>. Cette complémentarité est le résultat de l'importance de l'autofinancement dans l'économie des pays en développement. Il en résulte que les investisseurs potentiels doivent accumuler des encaisses monétaires pour financer leur investissement. Plus le processus d'accumulation monétaire est attractif plus la volonté d'investir est grande (ce qui laisse penser à la préférence de liquidité de Keynes).

Dans cette situation les dépenses relatives d'investissement impliquent que la demande de monnaie agrégée serait d'autant plus importante que la proportion de l'investissement dans les dépenses totales est grande, McKinnon (1973), Fry (1978, 1982). En d'autres termes, les dépôts jouent le rôle de conduit pour la formation du

---

<sup>8</sup> Cette conclusion obtenue par McKinnon part de la conception classique qui considère que c'est l'épargne qui crée l'investissement. L'épargne augmente suite à la croissance du taux réel et l'investissement suit automatiquement.

<sup>9</sup> L'hypothèse de complémentarité de McKinnon s'oppose ainsi au modèle monétaire de Tobin dans lequel la monnaie et le capital physique sont substituables.

capital. La complémentarité entre la monnaie et le capital physique peut s'exprimer par l'équation de demande de monnaie de la forme:

$$(M/P)^d = L(Y/P, I/Y, d-p^*)$$

Où  $M/P$  est le stock monétaire  $M2$ ,  $Y/P$  est le produit réel, et  $d-p^*$  est le taux d'intérêt réel sur les dépôts. Cette équation montre que la demande de monnaie croît directement par le processus d'accumulation du capital. En particulier la condition  $\delta(M/P) / \delta(I/Y) > 0$  doit refléter la complémentarité citée ci-dessus.

### **2.2.3 L'INTERMEDIATION DE LA DETTE DE SHAW.**

Contrairement à McKinnon, Shaw (1973) repose sur une interprétation en terme d'offre et de demande de fonds prêtables comme contrainte à la formation du capital tout en s'appuyant sur l'importance du taux d'intérêt réel sur l'épargne et l'investissement. En rappelant le rôle des dépôts comme principale source pour les intermédiaires financiers, il déclare que l'expansion de l'intermédiation financière entre les épargnants et les investisseurs est le résultat de la croissance du taux d'intérêt réel qui stimule l'épargne par l'expansion des dépôts. La croissance des dépôts va par la suite stimuler l'investissement et ce par la croissance de l'offre des crédits ce qui augmenterait l'efficacité moyenne de ce dernier. En effet, la libéralisation financière conduit à l'expansion du rôle des intermédiaires financiers qui deviennent capables de réduire le coût d'intermédiation entre les épargnants et les investisseurs à travers la diversification des risques, Shaw (1973), Fry (1978, 1982). C'est ce que nous appelons intermédiation de la dette de Shaw.

$$(M/P)^d = L(Y/P, v, d-p^*)$$

v, représente le coût d'opportunité de la détention de la monnaie en terme réel<sup>10</sup>. Cette idée implique que les rendements (réels et monétaires) ont un effet positif sur le taux d'épargne domestique.

Les arguments présentés ci-dessus constituent le conduit des principales politiques adoptées par les pays en développement durant les dernières années. En effet, la déréglementation des marchés financiers domestiques devient un des aspects les plus importants dans la correction des prix relatifs afin de stimuler l'épargne et l'investissement domestique. Les expériences de certains pays en développement et les études empiriques qui leurs sont liées ont révélé, cependant, d'autres résultats.

## ***SECTION 2 : LES PROBLEMES POSES PAR LA THEORIE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE.***

Face aux décevantes expériences de libéralisation de certains pays en développement, notamment en Amérique latine et en Afrique, de nombreuses critiques ont été formulées à l'égard de la théorie de la libéralisation financière de McKinnon. Une abondante littérature est apparue remettant en cause les principes de base de cette théorie et s'interrogeant sur les raisons économiques qui ont conduit à de tels résultats.

### ***1. LES CRITIQUES THEORIQUES APPORTEES A LA THEORIE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE.***

L'idée principale de la théorie de la libéralisation financière repose sur l'idée d'endogénéisation de l'offre de monnaie. Les autorités renoncent à l'offre de la monnaie nominale et lui préfèrent le contrôle direct des taux d'intérêts. C'est par cette politique que les autorités parviennent à accroître la monnaie afin de stimuler l'investissement (par la baisse des taux d'intérêts). L'expansion monétaire aura pour résultat l'accélération de l'inflation et la baisse des taux d'intérêt en terme réel.

---

<sup>10</sup> Dans les études empiriques, v est remplacé par  $b-p^*$  (Fry 1978, pp 472) ou b représente le rendement des bons de trésor de l'Etat en terme nominal ou encore le taux d'intérêt à court terme sur les crédits lorsque les données sur le rendement des bons de Trésor ne sont pas disponibles. Mais dans ce cas on ne peut pas parler de complémentarité puisque l'investissement n'est plus autofinancé.

Ce «paradigme» financier souligné par Dornbush et Reynos (1989) laisse entrevoir une économie financièrement sous développée caractérisée par un faible rendement de l'épargne, souvent négatif, et une mauvaise allocation des ressources disponibles d'où un faible taux d'investissement. Afin de remédier à cette situation de déséquilibre financier, les auteurs de la répression financière proposent de libéraliser l'économie à travers la libéralisation des taux d'intérêts. Bien que l'analyse de l'école de la libéralisation financière ait touché un problème clef caractérisant les économies des pays en développement, son analyse présente quelques zones d'ombre qu'il faut souligner.

### ***1.1 LES PROBLEMES POSES PAR LA L'ELEVATION DES TAUX D'INTERET.***

L'école de McKinnon suppose une relation croissante entre l'épargne et le taux d'intérêt. Cette relation implique qu'il existe un effet de substitution qui suppose que l'épargne va augmenter lorsque les taux réels deviennent de plus en plus positif. Or, cette même relation implique aussi un effet revenu, non soulevé par McKinnon, qui impliquerait une relation inverse entre les taux d'intérêt et l'épargne. Ce deuxième effet rend l'effet total ambigu<sup>11</sup>. De même, il est difficile de montrer, même dans des conditions économiques favorables que le taux d'épargne réagit positivement au taux d'intérêt. De mélo et Tybout (1986), ont montré, en effet, qu'une forte croissance du taux d'intérêt ne peut engendrer qu'une faible croissance de l'épargne.

La hausse subite des taux d'intérêts peut aussi être préjudiciable pour la gestion budgétaire des banques si celles ci sont incapables de faire face aux problèmes liés aux transformations des échéances. En effet, les crédits offerts par les banques sont souvent accordés à taux fixes pour de longues échéances. En cas de libéralisation des taux sur les dépôts (caractérisés par leur courte échéance), le différentiel entre les taux débiteurs et créditeurs pèsera sur la trésorerie bancaire ce qui fragilisera les banques durant la phase transitoire de libéralisation. D'un autre côté Bekerman (1988) fait remarquer que la croissance subite des taux au-delà du taux d'inflation peut aggraver, dans certains cas, la répression financière.

---

<sup>11</sup> Afin de contrecarrer cette critique, McKinnon (1973) suppose que dans les pays en développement l'épargne est tellement faible que l'augmentation des taux d'intérêt ne peut avoir qu'un effet positif sur l'épargne.

Selon lui, le taux d'intérêt réel d'équilibre peut être négatif lorsque la demande d'investissement est très faible et que l'épargne est positive et ce même si les taux réels sont négatifs. Dans ces conditions accroître les taux d'intérêt ne peut créer que de nouvelles distorsions dans l'économie.

## **1.2 LA CRITIQUE NEO-STRUCTURALISTE.**

L'école néo-structuraliste met l'accent sur le caractère fragmenté des marchés financiers des pays en développement. Selon cette école, la théorie de la libéralisation financière néglige un aspect important caractérisant ces pays: La présence de marchés financiers informels. Pour les néo-libéraux, les banques sont les principaux acteurs du marché financier organisé et la présence du marché informel n'est qu'une conséquence de la répression financière. Ce dernier est voué à disparaître en cas de libéralisation financière. Or, les structuralistes placent ce secteur au cœur de leur analyse. C'est dans ce secteur que se détermine le taux d'intérêt nominal d'équilibre entre la monnaie et les crédits. Ce marché n'est pas une conséquence de la répression, mais il coexiste librement avec le marché financier officiel. Il est même le marché le plus efficient.

Les structuralistes ajoutent une autre critique à la théorie de la libéralisation liée aux taux d'intérêts. Van Wijnbergen (1983) et Taylor (1983) soulignent dans leur modèle que la croissance des taux d'intérêts ne peut avoir qu'un effet négatif sur la croissance du produit. En effet, cette croissance de taux conduit, d'une part, à la croissance du coût du capital et une baisse de l'investissement et réduit la demande de la monnaie d'autre part. La croissance des taux nominaux n'aura qu'une seule conséquence: celle d'accroître l'inflation. De même procéder à une dévaluation comme le souligne Mathieson (1979) va alourdir les coûts des importations et ralentir la croissance économique. La libéralisation financière, réalisée de cette façon, ne conduira, pour les structuralistes qu'à une stagflation, Venet (1994).

Cho (1990) trouve toutefois, que les structuralistes et les néo-libéraux convergent dans leur analyse vers l'idée d'une amélioration de l'allocation des ressources mais diffèrent dans l'idée d'efficience des marchés financiers. Pour les néo-libéraux c'est le système bancaire qui joue le rôle le plus important dans



l'intermédiation financière et par conséquent c'est lui qui doit être libéralisé alors que les néo-structuralistes voient que c'est le secteur financier informel qui est le plus efficient et qui nécessite par conséquent une grande attention de la part des autorités locales lors de la libéralisation<sup>12</sup>.

En plus des critiques théoriques et compte tenu du caractère pratique de la théorie de la libéralisation financière, un certain nombre de pays, encouragés par la Banque mondiale et le Fond Monétaire International ont procédé à la libéralisation de leur système financier vers le début des années soixante-dix. Les résultats controversés obtenus par ces pays ont poussé les tenants de la libéralisation financière à reformuler les hypothèses de base et à explorer d'autres pistes afin d'expliquer la divergence des résultats obtenus, par ces pays, suite à la libéralisation.

## ***2. LA THEORIE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE A L'EPREUVE DES FAITS.***

Les tenants de la libéralisation financière soulignent que les distorsions qui caractérisent l'économie dans les pays en développement découlent de celles du système financier. Ces distorsions tiennent à l'adoption de politiques monétaires inappropriées qui consistent à fixer les taux d'intérêt de façon administrative à des niveaux très bas. Le redressement de l'économie doit donc concerner l'élément qui est à l'origine des distorsions à savoir les taux d'intérêts et ce par leur libéralisation. Pour cela la théorie de la libéralisation repose sur trois idées principales :

- 1 - La forte sensibilité de l'épargne au taux d'intérêt
- 2 - La complémentarité parfaite entre l'épargne et l'investissement.
- 3 - L'effet positif de la libéralisation sur la croissance économique.

De prime a bord deux observations peuvent déjà être formulées. La première soulève le caractère simpliste sur lequel repose la théorie de la libéralisation dans la mesure ou elle se base sur un système de fonctionnement des marchés qui est plus approprié aux pays développés dans lesquels les systèmes financiers sont suffisamment

---

<sup>12</sup> En partant de l'hypothèse que les marchés de crédits informels sont plus efficaces que les banques, Yoon Je Cho montre les limites de ce marché liées au problème d'obtenir des informations efficaces sur la crédibilité des clients et au niveau des études

souples. Le cas des pays en développement est tout autre. Les structures financières sont peu développées parfois même inexistante et le comportement des agents dépend de plusieurs facteurs sociaux, de revenus et parfois même religieux. La deuxième observation est relative à la relation de causalité, très évidente, qui lie le taux d'intérêt et le volume d'épargne et entre le volume d'épargne et l'investissement. Ces relations de causalité ne sont pas toujours identifiées dans les pays en développement caractérisés par des conditions financières particulières et par une longue gestion bureaucratique. C'est dans ce sens que les études empiriques ont montré que la conduite des réformes financières dans ces pays est souvent confrontée à des contraintes endogènes liées aux imperfections de leurs marchés financiers. D'autres auteurs ont mis l'accent sur le contexte des réformes et l'environnement macroéconomique et réglementaire.

### ***2.1 PROBLEMATIQUE DE L'EFFET POSITIF DU TAUX D'INTERET REEL SUR L'EPARGNE DANS LES ECONOMIES EN DEVELOPPEMENT.***

Selon McKinnon (1973), la politique de plafonnement des taux d'intérêts est une des principales caractéristiques de la répression financière dans les économies en développement. La conséquence directe de la répression est la baisse du volume d'épargne et l'inefficience de l'allocation des crédits. Afin d'augmenter l'épargne, il est nécessaire de libéraliser les taux d'intérêt. La levée du plafond sur les taux d'intérêt, élément important du processus de libéralisation financière, doit conduire non seulement à la croissance du volume de l'épargne mais aussi à l'amélioration de son efficacité allocative. L'orientation des fonds prêtables vers des projets rentables a pour conséquence la croissance de l'économie. L'épargne, qui dépend du revenu, augmente à son tour à un taux d'intérêt donné. Cette analyse sous-entend que l'épargne est très sensible à sa rémunération et que les ressources sont affectées à des investissements rentables.

---

préalables des projets et leurs éventuels rendements. Yoon Je Cho : « McKinnon-Shaw versus The Neostructuralists on Financial Liberalization : A Conceptual Note », *World Développement* 1990, volume 18, n°3, p. 477-480.

Bien que la libéralisation financière ait amélioré l'efficacité des canaux à travers lesquels l'épargne est véhiculée, son effet sur la croissance du volume d'épargne reste ambigu. En effet, les études effectuées sur un nombre de pays en développement penchent vers une insensibilité de l'épargne au taux d'intérêt. Les résultats qui notent une relation positive entre les deux variables ne sont pas concluants. Les coefficients sont très souvent faibles et parfois non significatifs, Fry (1978 et 1995a), Giovannini (1985). Ces études fournissent plusieurs explications dans ce sens.

#### **2.1.1 PROBLEMES DE MESURE DE L'EPARGNE .**

Les tentatives d'explication relatives à l'absence de significativité entre le taux d'intérêt et l'épargne ont mis en évidence deux principaux facteurs : Le premier est relatif à l'influence de l'effet revenu qui pousse les consommateurs à augmenter leur consommation, Schmidt-Hebbel (1987) et le second est lié à la faible élasticité de l'épargne au taux d'intérêt lorsque les épargnants font face aux contraintes d'épargne, Jappelli et Pagano (1994)<sup>13</sup>. Les études expliquent en effet, que dans les pays de l'Afrique sub-saharienne, Le faible niveau du revenu rend difficile la contraction des dépenses de consommation ce qui ne permet pas aux agents d'augmenter leur niveau d'épargne.

Bien que théoriquement cohérentes, ces tentatives d'explications restent empiriquement fragiles dans la mesure où les données sur l'épargne dans les pays en développement se caractérisent par leur inexactitude. Les chercheurs sont souvent contraints de faire des mesures approximatives en se basant sur les statistiques de la comptabilité nationale lorsque les données sont disponibles. Ainsi, dans la plus part des mesures de l'épargne, l'épargne nationale est calculée par la différence entre la production nationale et les dépenses de consommation ou encore par la différence entre l'investissement national et la balance du compte courant, Yusuf et Peters (1984). Dans d'autres cas les estimations distinguaient entre l'épargne financière, l'épargne privée et l'épargne totale ce qui rendait la relation de causalité entre la taux d'intérêt et l'épargne peu évidente, Warman et Thirlwall (1994).

---

<sup>13</sup> Il faut noter cependant, que ces études ont montré que les contraintes d'épargne varient sensiblement et dans le même sens que la variation du taux d'intérêt.

### ***2.1.2 LE CHOIX DE L'ECHANTILLON.***

En plus des difficultés rencontrées dans la mesure de l'épargne dans les pays en développement, le choix de l'échantillon a joué aussi un rôle dans les résultats obtenus. En effet, la plus part des études empiriques ont testé leurs modèles sur les pays asiatiques, Fry, (1978 et 1980), Gupta (1984), Giovannini (1985), Yusuf et Peters (1984). Ce choix n'est pas délibéré. Le manque de fiabilité des données, lorsqu'elles existent, sur les pays de l'Afrique et de l'Amérique latine est la raison principale de ce choix. Par ailleurs, le développement des performances économiques des pays asiatiques par rapports aux autres pays émergents a amélioré la disponibilité des données financières de ces pays qui sont devenus plus fiables.

### ***2.1.3 LE CONTEXTE ECONOMIQUE GLOBAL.***

La mesure de l'effet des taux d'intérêt sur l'épargne est freinée aussi par les caractéristiques spécifiques des économies étudiées. En effet, la libéralisation des taux est souvent engagée avec un ensemble de réformes macroéconomiques qui rendent difficile l'analyse de court terme des effets du taux d'intérêt, à lui seul, sur le volume de l'épargne. L'effet négatif de court terme peut être associé par exemple à la libéralisation des échanges externes qui rendent les crédits plus disponibles. La croissance de la richesse financière peut conduire les ménages à augmenter leur consommation provoquant ainsi une baisse de l'épargne. Par ailleurs, l'analyse des effets de long terme du taux d'intérêt nécessitent que le système financier compétitif soit bien implanté afin d'assurer l'amélioration et le développement des opportunités d'épargne à travers la diversité des produits d'épargne offerts, Bandiera et al (1999).

La présence des marchés boursiers peut aussi influencer la croissance de l'épargne en réduisant les risques associés aux rendements des actifs. Mais les études empiriques sur l'influence positive des marchés boursiers sur la croissance de l'épargne dans les pays en développement, a montré que les titres investis dans ces marchés ne représentent qu'une partie de l'épargne bancaire transférée vers ces marchés. En d'autres termes les ménages procèdent à une recomposition de leur portefeuille en actifs bancaires et boursiers, Levine et Zervos (1996).

En dépit des nombreuses études relatives à la sensibilité de l'épargne au taux d'intérêt, Les tenants de la théorie de la libéralisation ne sont pas encore arrivés à une réponse concluante qui permettrait d'orienter la politique de l'épargne dans pays en développement. L'interaction des actions dans le processus de réformes fait que l'effet sur l'épargne est un effet combiné de plusieurs facteurs qui influent à la hausse comme à la baisse le volume de l'épargne. Le taux d'intérêt n'est qu'un facteur parmi d'autres.

## ***2.2 LIBERALISATION FINANCIERE, INVESTISSEMENT ET MARCHES DE CREDIT.***

En plus des problèmes posés par le difficile lien entre les taux d'intérêt et la croissance de l'épargne dans les économies en développement, certains auteurs ont montré qu'il existe d'autres facteurs endogènes qui entravent le succès des réformes dans ces pays. Autrement dit les marchés financiers présentent certaines imperfections qui s'additionnent au caractère spécifique des variables économiques. Les travaux empiriques qui se sont penchés sur l'effet de l'épargne sur l'investissement ont souvent aidé à mettre en lumière ces imperfections, De melo et Tybout (1986).

### ***2.2.1 LA DIFFICILE MESURE DE L'EFFET D'EPARGNE SUR L'INVESTISSEMENT DANS LES PAYS EN DEVELOPPEMENT.***

Dans les études empiriques relatives à l'investissement dans les économies en développement, la théorie macroéconomique souligne que l'indépendance des décisions d'épargne et d'investissement les unes des autres rend difficile la mesure de l'effet de l'épargne sur l'investissement. En effet, l'épargne dépend du revenu et des richesses alors que l'investissement dépend des rendements et des risques. Cette différence fait que l'effet de l'épargne sur l'investissement va dépendre de plusieurs facteurs relatifs à la politique économique adoptée. Hebbel et al, (1996), soulignent que l'effet positif de l'épargne sur l'investissement peut être vérifié dans une économie fermée mais est plus compliqué dans une économie ouverte où les flux des capitaux conduisent à faire la distinction entre l'épargne nationale et l'investissement domestique. Lorsque dans un pays la circulation des capitaux étrangers est libre, les épargnants vont investir leur argent dans les marchés qui offrent les meilleurs taux de rendement. La croissance de l'épargne nationale dans ce cas ne reflète pas, forcément, celle de l'investissement

privé. Par ailleurs, l'investissement privé fait face à une autre contrainte liée aux spécificités des marchés de crédits bancaires dans ces pays.

### **2.2.2 IMPERFECTION DES MARCHES DE CREDIT.**

Une des principales critiques empiriques à laquelle a fait face la théorie de la libéralisation, celle de l'imperfection des marchés de crédit. En effet, l'école néo-libérale s'appuie sur l'hypothèse que la libéralisation des taux conduit à la constitution d'un marché bancaire concurrentiel dans lequel les quantités de crédit offertes et demandées s'ajustent automatiquement par les taux d'intérêt. Or, les marchés bancaires des pays en développement souffrent du problème de disponibilité de l'information notamment celle relative à la solvabilité des emprunteurs. C'est sur la base de cette idée que Stiglitz et Weiss (1981) ont souligné le problème de l'imperfection des marchés des crédits bancaires dans les économies en développement caractérisés par l'imperfection de l'information et la dominance du problème d'aléa moral.

Stiglitz (1981) part de l'idée que la croissance du taux d'intérêt débiteur entraîne la croissance du volume des crédits. Mais la croissance de ce taux au-delà d'un certain seuil risque de provoquer un rationnement de l'activité de crédit en réduisant la qualité des emprunteurs au profit de ceux qui présentent plus de risque. Par conséquent, les banques, face à une demande excédentaire de crédits, vont limiter leur offre en rationnant les prêts et vont imposer un taux d'intérêt débiteur encore plus élevé. Cette pratique répartira les emprunteurs en deux classes de risques. Des emprunteurs solvables averse au risque présentant des projets peu risqués et moyennement rentables et des emprunteurs indifférents au risque qui présentent des projets très rentables mais très risqués.

La croissance des taux d'intérêt va réduire les rendements bancaires suite à deux effets. Le premier effet est caractérisé par la sortie des clients potentiellement solvables du marché du crédit découragés par la croissance des taux (effet de sélection adverse). Le second effet est caractérisé par l'apparition de nouveaux emprunteurs très risqués qui vont bénéficier du manque d'informations des banques sur leur capacité de

remboursement (hasard moral)<sup>14</sup>. Stiglitz (1994) ajoute que devant une telle situation, il est préférable de maintenir les taux à un niveau légèrement supérieur au taux d'inflation afin d'éviter une variabilité excessive des taux réels.

L'asymétrie informationnelle a été aussi évoquée par Cho (1986) qui a montré que les banques préfèrent continuer à avoir des relations avec leurs anciens clients (particuliers et entreprises) et considèrent les autres firmes, non connues par elles, comme risquées car elles sont incapables d'estimer le degré de risque que présente ces nouvelles entreprises. Cette situation (sélection adverse et aléa moral) reste présente même après la libéralisation des taux et même en présence de marchés de crédits concurrentiels. De plus, la présence d'instabilité économique qui, de fait de l'existence de l'asymétrie informationnelle et de l'aléa moral, peut aggraver le comportement des banques et les pousser à courir plus de risque encouragées, de ce fait, par l'assurance de l'Etat.

### ***2.3 LIBERALISATION FINANCIERE ET ENVIRONNEMENT ECONOMIQUE.***

La rapidité avec laquelle la libéralisation financière a été appliquée et les résultats mitigés obtenus par les pays concernés ont poussé les tenants de la théorie de la libéralisation financière à relativiser l'effet direct des réformes financières sur l'amélioration du produit. En effet, une vague de réformes a été entamée vers la fin des années soixante dix et durant les années quatre vingt par les pays latino-américains et les pays asiatiques durant lesquels un ensemble de mesures financières a été introduit. Les pays qui avaient obtenu des résultats satisfaisants (pays asiatiques) présentaient un cadre économique relativement stable caractérisé par une faible inflation et une réglementation bancaire adéquate alors que les pays qui avaient observé une dégradation de leur situation économique (pays de l'Amérique latine), présentaient une économie structurellement déséquilibrée, un cadre financier inadéquat et une hyperinflation. Les résultats controversés obtenus par ces deux groupes de pays ont permis de constater que l'effet de la libéralisation financière sur la croissance économique n'est pas automatique. Les réformes doivent être précédées et/ou accompagnées par des

---

<sup>14</sup> Bien que le hasard moral et la sélection adverse apparaissent dans une situation d'asymétrie informationnelle, il existe une différence entre les deux situations : la sélection adverse décrit une asymétrie d'information du type ex-ante alors que le hasard moral décrit une asymétrie ex-post.

mesures macroéconomiques afin d'augmenter les chances de leur réussite. Deux idées principales ont été avancées dans ce sens : La prise en compte de l'environnement global et la mise en place d'une régulation bancaire adéquate.

### **2.3.1 LA STABILITE MACRO-ECONOMIQUE .**

Parmi les raisons principales pour lesquelles la libéralisation financière a montré ses limites celles des conditions macro-économiques préalables à la stabilisation de l'économie. McKinnon (1991), Edwards (1988); Caprio, Atiyas et Hanson (1993) mettent l'accent en effet, sur l'importance de l'environnement économique et la nécessité de la prise en compte du degré de répression financière au moment de la libéralisation.

La stabilisation de l'économie passe par le respect d'un ensemble de mesures économiques préalables : La prise en compte de la situation économique initiale, la réalisation de la stabilité du niveau général des prix ainsi que le respect d'une discipline budgétaire rigoureuse. Gibson et Tsakalotos (1994) soulignent pourtant qu'un environnement économique stable ne peut pas garantir à lui seul le succès de la libéralisation. Le choix d'un calendrier adéquat ainsi qu'une bonne planification des réformes sont aussi importants. Par ailleurs l'expérience des pays de l'Amérique latine a soulevé l'idée selon laquelle, la réussite de la libéralisation financière est étroitement liée aux spécificités que présentent chaque économie tels que la fiabilité du système d'information, la présence d'un cadre financier structurel et réglementaire approprié, Gregorio et Guidotti (1995) et l'importance d'une supervision bancaire effective, Arestis et Demetriades (1999)

Bien que très partagées, les conditions macro-économiques sont considérées comme des conditions souhaitables au succès de la libéralisation. McKinnon (1989, 1991), Fry (1993, 1997) ainsi que d'autres auteurs, soulignent en effet, la nécessité de tenir compte de l'amélioration du cadre macro-économique qui risque d'influencer ou d'être influencé par les réformes financières. Il est ainsi important, afin d'assurer le succès de la libéralisation, que la conjoncture macroéconomique soit favorable et que certaines conditions préalables (discipline budgétaire, stabilisation et/ou baisse de l'inflation) soient satisfaites.



### ***2.3.2 UNE REGULATION ET UNE SUPERVISION BANCAIRE EFFECTIVE .***

Considérée comme une condition indispensable au succès de la libéralisation financière, la mise en place d'une régulation et d'une supervision bancaire adéquate est soulignée par tous les auteurs de la libéralisation. L'importance donnée au bon fonctionnement du secteur bancaire vient du fait que les banques dans les pays en développement présentent un cadre juridique inadéquat, une supervision bancaire inefficace et un portefeuille important de crédits non performants. L'application de ces règles permettra ainsi d'améliorer l'efficacité des pratiques bancaires dans ces pays et ce par une meilleure évaluation des crédits bancaires, une diversification des services et des risques et l'application des mesures de sanction aux banques imprudentes, Polizatto (1992).

Un système de supervision viendra consolider le système de régulation par le contrôle du respect des règles prudentielles afin de détecter les institutions financières en difficultés et proposer des solutions pour les redresser. Par ailleurs, Soyibo (1997) souligne que l'amélioration de la performance des banques dans les économies en développement doit aussi tenir compte des capacités techniques (capital humain et amélioration de la qualité de l'information) en présence afin de faciliter l'application des nouvelles règles. Toute mesure de libéralisation engagée sans une réforme bancaire préalable risque d'entraver la libéralisation et entraîner des déséquilibres financiers plus graves, Andersen et Tarp (2003).

Les critiques théoriques et empiriques développées à l'encontre de la théorie de la libéralisation financière et les évolutions empiriques auxquelles elle est parvenue montrent que l'application de la libéralisation s'avère beaucoup plus rigoureuse qu'elle n'a été initialement définie. Les conditions de réformes préalables soulignées plus tard par les tenants de cette théorie risquent de rendre les politiques de libéralisation plus coûteuses notamment pour les pays pauvres. La solution miracle soulignée par McKinnon au début des années soixante-dix a été ainsi remise en cause et réévaluée en fonction des réalités économiques des pays en développement.

## **CONCLUSION .**

L'objectif du premier chapitre était de discuter de la relation entre le développement financier et la croissance économique. Deux sections ont été développées à cet effet. Dans la première section, nous avons rappelé les principaux débats théoriques et empiriques relatifs à la relation entre les variables financière et la croissances économiques en donnant un intérêt particulier à la théorie de la libéralisation financière. Dans la section deux nous avons souligné les évolutions de la théorie de la libéralisation à travers les critiques théoriques et empiriques qu'elle a suscitées.

Les exemples relatifs aux études empiriques que nous avons soulignés dans la première section de ce chapitre ont permis de conclure qu'il était difficile d'affirmer l'existence d'un effet positif de l'approfondissement financier sur la croissance pour les économies en développement. Les résultats obtenus par ces analyses ont montré en effet, que la relation entre les variables financières et le produit étaient soit positives ou négatives ou non significatives. Certains auteurs expliquent cette difficulté par l'existence d'équilibres multiples en raisons des différentes interactions entre le système financier et la croissance.

L'existence d'une relation positive entre le système financier et la croissance du produit était pourtant la principale idée sur laquelle s'est basée la théorie de la libéralisation financière. McKinnon (1973), un des principaux leaders de cette théorie, souligne en effet, que le faible taux de croissance qui caractérise les pays en développement découle d'un faible approfondissement financier. Cette situation tient de l'adoption par l'Etat de politiques monétaires inappropriées qui consistent à fixer administrativement les taux d'intérêt à des niveaux très bas. Afin de remédier à cette situation, McKinnon propose de procéder à des réformes financières par le biais de la libéralisation des taux d'intérêt.

Après un bref rappel des idées clefs de la théorie de la libéralisation, nous avons développé dans la deuxième section, les difficultés rencontrées par cette théorie sur le plan empirique. Les études statistiques et économétriques relatives aux expériences de

libéralisations des pays en développement ont montré en effet, qu'il était difficile de mesurer l'effet de la libéralisation des taux sur l'évolution du volume de l'épargne et de l'investissement et raison d'une part du manque de données sur l'épargne dans ces pays et de l'imperfection des marchés de crédit d'autres part. Les résultats mitigés obtenus par les analyses statistiques n'ont pas permis à leurs auteurs d'établir des conclusions générales.

Par ailleurs, les expériences de libéralisation de certains pays en développement ont révélé que la libéralisation des taux ne peut pas constituer à elle seule la solution miracle au développement du système financier. La prise en compte de l'environnement économique global est aussi nécessaire. La présence d'instabilité économique nécessite en effet le passage par certaines réformes préalables notamment celles relatives à la stabilisation macroéconomique (discipline budgétaire, stabilisation et/ou baisse de l'inflation, réglementation adéquate). La régulation et la supervision bancaire est une autre condition préalable au succès des réformes. Cette dernière est même considérée comme une condition indispensable à la réussite de la libéralisation financière.

Cette méthodologie de réformes est devenue depuis les années quatre-vingt-dix un des principaux outils de réformes dans les pays en développement. Les pays du Maghreb et du Machrek arabe (MMA) ont aussi adopté les principes de la théorie de la libéralisation dans sa formule la plus récente. Les développements qui vont suivre dans les prochains chapitres visent à exposer et à analyser les expériences de réformes de ces pays. Mais avant cela il paraît utile de présenter les caractéristiques économiques et financières de ces pays avant la mise en place des politiques de libéralisation financière.



***TABEAU 1 : ETUDES RELATIVES A LA RELATION ENTRE LE DEVELOPPEMENT FINANCIER ET LA CROISSANCE ECONOMIQUE.***

Références	Objectifs	V. expliquées	V. explicatives	échantillon	Méthode d'estimation	résultat	Conclusion
R. King et R. Levine (1992)	Mesure du rôle du système financier dans la croissance.						
	1 - Voir si les pays qui ont un fort taux de croissance durant la période d'estimation ont en moyenne un système financier plus développé.	Croissance du PIB réel par tête.	4 indicateurs qui mesurent l'importance du système financier.	119 pays divisés en 4 groupes selon le degré de leur croissance (très rapide, rapide, lente, très lente). De 1960 à 1989	Utilisation de la méthode des moindres carrées ordinaires.	Coefficients significatifs et positifs pour tous les indicateurs.	
	2 - Voir si les pays qui ont un système financier large durant la période d'estimation tendent à croître plus vite que ceux qui ont un système financier plus développé.	Croissance du PIB réel par tête.	4 indicateurs qui mesurent l'importance du système financier.	119 pays divisés en 4 groupes selon le degré de leur croissance (très rapide, rapide, lente, très lente). De 1960 à 1989	Régresser la valeur initiale (1960) de chaque indicateur et la valeur moyenne du PIB.	Coefficients significatifs et positifs pour tous les indicateurs.	
	3 - Chercher par quels canaux les indicateurs financiers peuvent-ils influencer la croissance.	Le volume moyen de l'investissement national brut rapporté au PIB	4 indicateurs qui mesurent l'importance du système financier	119 pays divisés en 4 groupes selon le degré de leur croissance (très rapide, rapide, lente, très lente). De 1960 à 1989	Régresser la valeur moyenne et la valeur initiale des indicateurs financiers sur le volume moyen de l'investissement.	Coefficients significatifs et positifs pour tous les indicateurs.	Le système financier semble influencer la croissance à travers la croissance du volume de l'investissement et l'amélioration de son efficacité.
		Efficacité moyenne de l'investissement.			Régresser la valeur moyenne et la valeur initiale des indicateurs financiers sur l'efficacité moyenne de l'investissement.	Coefficients significatifs et positifs pour tous les indicateurs.	

Références	Objectifs	V. expliquées	V. explicatives	échantillon	Méthode d'estimation	résultat	Conclusion
R. King et R. Levine (1992-1993)	<p>Voir si les indicateurs financiers influencent la croissance économique en introduisant des variables de contrôle.</p> <p>1- en utilisant des valeurs moyennes de la variable financière retenue.</p> <p>2- en utilisant la valeur initiale (1960) de la valeur financière retenue.</p>	Taux de croissance du PIB, Volume de l'investissement et efficacité de celui-ci.	PIB de 1960, taux de scolarisation, variable muette Afrique et A. latine, commerce/PIB, dépenses Publiques/PIB, quasi monnaie/PIB et inflation.	De 1960 à 1989	Régression simple en données transversale (85 pays)	Significativité de la variable financière et des deux variables muettes même après l'introduction des Variables de contrôle et ce lorsque les valeurs moyennes sont estimées.	Les indicateurs moyens du système financier influencent la croissance à travers l'investissement et les mesures de l'efficacité.
	<p>Voir si les indicateurs financiers influencent la croissance économique en introduisant des variables de contrôle.</p> <p>1- en utilisant des valeurs moyennes de la variables financière retenue.</p> <p>2- en utilisant la valeur initiale (1960) de la valeur financière retenue.</p>	Taux de croissance du PIB, Volume de l'investissement et efficacité de celui-ci.	Même variables explicatives sauf pour la PIB ou la valeur initiale de chaque période a été prise avec suppression de la variable taux de scolarisation.	De 1960 à 1989 Une observation moyenne tous les 5 ans soit 6 observations par pays.	Estimation en données de panels de 337 observations.	Corrélation négative et très significative de la part moyenne du système financier avec l'efficacité de la croissance et corrélation positive et très significative avec la part de l'investissement.	Les indicateurs financiers influencent positivement la croissance via l'investissement et négativement la croissance via les canaux de l'efficacité.

Références	Objectifs	V. expliquées	V. explicatives	échantillon	Méthode d'estimation	résultat	Conclusion
J. Thornton (1996)	Relation entre l'approfondissement financier et la croissance économique selon trois hypothèses.  - l'approfondissement cause la croissance. - la croissance cause le développement financier. - il existe une relation réciproque entre les deux variables.	PIB réel (valeur de 1985)  Taux de croissance du PIB.	Dépôts bancaires rapportés au PIB et monnaie en circulation.	22 pays asiatiques et des Caraïbes sur une période de 20 à 30 ans selon les données disponibles.	Test de causalité de Granger	Les trois hypothèses sont rejetées pour 8 pays. Pour 5 pays la croissance stimule l'approfondissement financier. Pour 4 pays c'est l'approfondissement financier qui stimule la croissance. Pour 2 pays l'effet est réciproque. Pour 14 pays aucune relation entre la croissance et le développement financier.	Il semble que l'hypothèse d'inexistence de relation entre la croissance économique et le développement financier l'emporte sur les autres hypothèses ce qui suppose l'existence d'un autre facteur qui influe les deux variables. Le facteur financier est important pour la croissance mais d'une façon temporaire.
A. Darrat (1999)	Chercher le rôle de l'approfondissement financier dans la croissance économique. (à travers la vérifications de la validité des hypothèses citées ci dessus.		M2 /PIB Monnaie /PIB Taux d'inflation.	Arabie Saoudite, Emirats arabes Unies, Turquie sur la période 1964-1993.	Test de co-integration pour trois pays : L'Arabie Saoudite, Les Emirats arabes Unies et la Turquie.  Modèle à correction d'erreurs pour trois pays : L'Arabie Saoudite, Les Emirats arabes Unies et la Turquie	En absence d'effets fixes, seule la variable banque est significative avec un bon signe. L'estimation en présence d'effets fixes donne le même résultat.	L'effet de l'approfondissement financier sur la croissance dépend aussi de l'environnement économique et du degré de maturité des variables utilisées.  Il semble que l'effet de l'approfondissement financier sur la croissance en Turquie et en Arabie est graduel et n'est perceptible qu'à long terme. L'approfondissement financier semble influencer que quelques secteurs de l'économie mais pas de la même manière ni du même degré.

Références	Objectifs	V. expliquées	V. explicatives	échantillon	Méthode d'estimation	résultat	Conclusion
J.Benhabib et M.M Spiegel (2000)	Chercher comment le développement financier affecte-il la croissance économique (à travers ses effets sur les facteurs de productions et d'accumulation).	<p>Taux de croissance du PIB</p> <p>Taux d'investissement en capital physique par rapport au PIB (<math>I/Y_{t-1}</math>)</p> <p>Taux d'investissement en capital humain mesuré par le log de la moyenne annuelle de la scolarisation des travailleurs.</p>	<p>Utilisation des variables qui mesurent l'approfondissement financier calculées par King et Levine (1992-1993). Et les variables qui mesurent la distribution du revenu (coefficient calculé par Gini).</p> <p>Utilisation des variables qui mesurent l'approfondissement financier calculées par King et Levine (1992-1993). Et les variables qui mesurent la distribution du revenu (coefficient calculé par Gini).</p> <p>Utilisation des variables qui mesurent l'approfondissement financier calculées par King et Levine (1992-1993). Et les variables qui mesurent la distribution du revenu (coefficient calculé par Gini).</p>	<p>Argentine, Chili, Indonésie, Corée</p> <p>Argentine, Chili, Indonésie, Corée 95 à 325 observations</p> <p>Argentine, Chili, Indonésie, Corée 95 à 325 observations</p>	<p>- Modèle néoclassique avec et sans effets fixes. - Modèle de croissance endogène avec et sans effets fixes. Utilisation de la méthode des moments généralisés pour les deux modèles pour une estimation en données de panels.</p> <p>- Modèle néoclassique avec et sans effets fixes. - Modèle de croissance endogène avec et sans effets fixes. Utilisation de la méthode des moments généralisés pour les deux modèles pour une estimation en données de panels.</p> <p>Estimation en données de panels (76 à 244 observations) en utilisant les mêmes méthodes que ci dessus.</p>	<p>Seulement deux variables sont significatives en absence d'effets fixes.  Les mêmes résultats sont obtenus avec les mêmes variables. La variable « Privy » est significative dans les modèles à effets fixes.</p> <p>Tous les coefficients sont significatifs en absence d'effets fixes. En présence d'effets fixes, seule la variable bancaire et celle du revenu qui sont significatives.</p> <p>En absence et en présence d'effets fixes, seule la variable bancaire est significative avec un bon signe</p>	<p>Les résultats confirment les études précédentes à savoir l'influence des variables financières sur l'accumulation du capital physique mais seulement en absence d'effets fixes.</p> <p>Seule la variable bancaire influence à la fois l'accumulation du capital humain et physique. Ce résultat est contradictoire avec la théorie qui souligne que l'inégalité de la distribution des revenus influence la croissance à travers son impact sur l'accumulation du capital humain et physique.</p>



Références	Objectifs	Echantillon	Méthode d'estimation	Résultats	Conclusion
Fry (1978)	Tester la validité du modèle de McKinnon et Shaw.	7 pays asiatiques	Estimation de la fonction de l'épargne domestique (en utilisant un modèle de cycle de vie) par la méthode des doubles moindres carrés en introduisant une variable muette pays.	Corrélation positive entre le taux d'intérêt et l'épargne	La croissance des taux d'intérêt influe positivement sur la performance de l'épargne.
Yusuf et Peters (1984)	Estimation de la fonction de l'épargne agrégée.	La Corée.	Utilisation de la méthode des moindres carrés ordinaires avec utilisation des moindres carrés généralisés afin de corriger l'autocorrection sérielle.	Corrélation positive entre le taux d'intérêt et l'épargne	Les conditions financières encouragent la croissance de l'épargne.
Gupta (1984)	Tester l'hypothèse de complémentarité de McKinnon et Shaw.	12 pays asiatiques pour la période 1960-1977.	Estimation de la fonction de l'épargne agrégée (en utilisant un modèle du revenu permanent) par la méthode des moindres carrés ordinaires.	La corrélation est retenue que pour 4 pays (Pakistan, Les Philippines, le Sri-lanka, la Thaïlande). Pour les autres pays les coefficients sont soit négatifs ou non significatifs..	L'hypothèse de complémentarité de McKinnon semble limitée.
Gupta (1984)	Tester l'effet de la croissance du taux d'intérêt sur l'épargne financière.	12 pays asiatiques pour la période 1960-1977.	Estimation de la fonction de L'épargne financière par la méthode des moindres carrés ordinaires	Corrélation positive mais n'est significative que pour quatre pays (L'Inde, Le Pakistan, La Corée et la Thaïlande).	Les conditions financières semblent influencer beaucoup plus l'épargne financière.
Ocampo (1985)	Analyse des déterminants de l'épargne.	La Colombie.	Estimation de la fonction de l'épargne nationale réelle et de l'épargne nationale par rapport au revenu national. La méthode de Cochrane-Orchutt a été utilisée afin de corriger l'autocorrection.	La corrélation entre le taux d'intérêt et l'épargne est positive mais statistiquement non significative.	Les conditions financières ne semblent avoir un effet significatif sur l'épargne agrégée..

Références	Objectifs	Echantillon	Méthode d'estimation	Résultats	Conclusion
Giovannini (1985)	Estimer l'élasticité de l'épargne au taux d'intérêt.	Sept pays asiatiques	Estimation d'une équation d'épargne d'une forme keynésienne semblable à celle utilisée par Fry (1978) en retranchant les observations des années qui ont suivi les réformes pour la Corée	La corrélation entre l'épargne et le taux d'intérêt reste positive mais statistiquement non significative.	L'hypothèse d'une relation positive entre l'épargne et le taux d'intérêt ne peut pas être rejetée mais il semble que certaines observations ont une grande influence sur les résultats.
Giovannini (1985)	Estimer l'élasticité de long terme de l'épargne au taux d'intérêt afin	Sept pays asiatiques	Estimation de la même équation sur une longue période	La corrélation entre le taux d'intérêt et l'épargne est négative et non significative.	L'équation de l'épargne du type keynésien dépend largement de la période d'estimation suivie
Leite et Makonnen (1986)	Chercher les déterminants de l'épargne.	Six pays africains de l'Afrique de l'Ouest entre 1967 et 1980.	Estimation de l'équation de l'épargne privée par la méthode des moindres carrés pondérées avec correction de l'hétéroscedasticité	La coefficient de la variable taux d'intérêt est positif mais n'est significatif que lorsqu'on élimine la variable variation du revenu	Les conditions financières semblent stimuler faiblement l'épargne
T.W.Oshikoya (1992)	Tester l'effet de la libéralisation sur l'épargne, l'investissement, la croissance et l'intermédiation financière.	Kenya pour la période (1970-1989) et pour deux sous périodes (1970-1979) et (1980-1989).	Estimation de l'équation de l'épargne par la méthode des moindres carrés ordinaires.	Coefficient du taux d'intérêt est négatif pour la période (70-89) et 79-79 et positif mais non significatif pour la période 80-89. Le coefficient de l'épargne en devise est négatif et significatif pour la période (70-89) et (70-79) mais pas significatif pour la période (80-89).	Il semble que l'épargne en devise est la principale raison de la croissance de l'épargne totale et que le taux d'intérêt sur l'épargne domestique n'a commencé à avoir un effet que depuis la période 80-89 c'est à dire suite à la libéralisation.

Références	Objectifs	Echantillon	Méthode d'estimation	Résultats	Conclusion
F.Warman et A.P.Thirlwall (1994)	Tester l'effet du taux d'intérêt sur l'épargne financière, l'épargne privée et l'épargne totale, l'investissement et le taux de croissance.	Le Mexique pour la période 1960-1990.	<p>Estimation de l'équation de l'épargne financière par la méthode des moindres carrées ordinaires. Le taux d'intérêt est calculé par le différentiel entre le taux réel au Mexique et le taux de rendement des bons de Trésor américain ajusté par l'appréciation ou la dépréciation anticipée du dollars US.</p> <p>Estimation de l'équation de l'épargne privée par la méthode des moindres carrées ordinaires en introduisant une variable muette pour l'année 1986 durant laquelle le niveau de l'épargne a enregistré une chute remarquable.</p> <p>Estimation de l'équation de l'épargne totale en utilisant la méthode des moindres carrées ordinaires.</p> <p>Estimation par la méthode des moindres carrées ordinaires de l'équation de l'épargne nationale rapportée au revenu national en introduisant un indicateurs de répression financière</p> <p>Estimation de la même équation en utilisant une forme non linéaire du taux d'intérêt réel. Les autres variables restent inchangées.</p>	<p>Tous les coefficients sont positifs et statistiquement significatifs.</p> <p>Le coefficient du taux d'intérêt est positif mais non significatif de même pour les autres variables explicatives sauf pour le coefficient de la variable revenu qui est positif et statistiquement significatif.</p> <p>Les résultats en termes de signe et de significativité de l'épargne privée ont été retrouvés pour l'épargne totale.</p> <p>Tous les coefficients sont positifs et statistiquement significatifs.</p> <p>Le coefficient du taux d'intérêt reste significatif mais son effet sur l'épargne est plus faible</p>	<p>Tout en étant élastique, l'épargne financière semble sensible à la variation d'entrée et de sortie de capitaux étrangers.</p> <p>Il semble que le revenu est le principal déterminant de l'épargne privée au Mexique.</p> <p>Le revenu est le principal déterminant de l'épargne au Mexique ce qui confirme la théorie keynésienne.</p> <p>Il semble que le taux d'intérêt joue un rôle important dans la croissance de l'épargne au Kenya.</p> <p>L'effet du taux d'intérêt sur l'épargne ne semble pas si évident.</p>
J.P.Azan (1996)	Tester l'effet du taux d'intérêt réel sur la croissance de l'épargne.	Kenya sur la période 1967-1990.			

Références	Objectifs	Echantillon	Méthode d'estimation	Résultats	Conclusion
J.P.Azan (1996) (Suite).	Tester l'effet du taux d'intérêt réel sur la croissance de l'épargne.	Kenya sur la période 1967-1990.	Estimation de la même équation d'épargne en supprimant l'indice de répression financière et en utilisant une forme cubique du taux d'intérêt.	Le coefficient en terme de signe et de significativité confirme celui obtenu dans la deuxième équation et est encore plus faible.	L'effet du taux d'intérêt sur l'épargne national n'a été effectif et saisissable que pour l'année 1986, année à partir de laquelle le taux d'intérêt a été relevé.
O.Bandiera et al (1999)	Examiner l'effet des réformes financières sur l'épargne agrégée.	Chili, Ghana, Indonésie, Corée, Malaisie, Mexico, Turquie, Zimbabwe. Sur la période 1970-1994.	Estimation de l'équation de l'épargne agrégée en testant la relation de co-intégration ente les variables en introduisant un indice de la répression financière. Utilisation de la méthode des moindres carrés ordinaires et des moindres carrés généralisés afin de vérifier la relation de long terme entre l'épargne et les variables explicatives. En données temporelles et en données de panels.  Utilisation d'un modèle à correction d'erreur afin d'estimer la relation de court terme entre l'épargne et le taux d'intérêt en utilisant la méthode des moindres carrés ordinaires et des moindres carrés généralisés.	La relation en données temporelles montre un coefficient de taux d'intérêt significatif mais négatif notamment pour la Ghana et l'Indonésie. l'indice de la répression financière est positif pour le Ghana et la Turquie ou il est significatif et la Malaisie ou il est non significatif. Lorsque le taux d'intérêt est supprimé de l'équation de l'épargne, le coefficient de l'indice de la répression devient positif pour le Ghana et la Turquie, négatif et significatif pour la Corée et le Mexique et non déterminé pour les autres pays.  Le coefficient du taux d'intérêt reste négatif pour tous les pays sauf pour le Mexique ou il est positif et significatif. Ce coefficient est aussi positif mais non significatif pour la Turquie.	La relation positive entre le taux d'intérêt et la croissance de l'épargne n'est pas évidente.  L'effet de court terme du taux d'intérêt sur l'épargne n'est pas vérifié pour évident.



## **CHAPITRE 2 : LA REPRESSION FINANCIERE AU MAGHREB ET AU MACHREK ARABES .**

Dans les pays industrialisés le rôle du système financier était déterminant dans l'amélioration des performances économiques. L'intermédiation bancaire a été l'acteur principal dans la redistribution des fonds à des fins d'investissement. Mais dans les pays en développement, les banques n'assurent pas leur rôle d'intermédiaire. Leur action est souvent freinée par des contraintes liées à la réglementation gouvernementale.

Plusieurs facteurs naturels, sociaux et politiques peuvent être à l'origine de l'évolution d'une économie vers une économie réprimée : les problèmes climatiques (faible pluviométrie et terres arides), la situation géographique enclavée de certains pays qui les éloignent de la concurrence mondiale, le manque de maturité financière des agents, la naissance de certaines idéologies politiques suite à l'acquisition de l'indépendance ainsi que d'autres facteurs religieux qui ne concernent pas les propos de cette recherche, poussent certains pays à adopter une politique économique basée sur le contrôle de l'Etat sur les secteurs clefs de l'économie évoquant comme raison principale l'objectif de croissance et d'équité sociale.

Au niveau financier, la politique de contrôle de l'Etat passe souvent par celle des taux d'intérêt. Les taux sont soit fixés par les autorités monétaires ou encadrés par des taux minimaux et maximaux. Ces taux sont souvent peu flexibles. Il s'ensuit que la variation des taux réels est tributaire à celle de l'inflation. Une telle situation empêche l'établissement d'un équilibre entre l'offre et la demande de crédit et introduit plusieurs distorsions dans les flux financiers. Le volume de l'épargne financière baisse entraînant celui de l'investissement.

Un tel déséquilibre financier existe souvent dans les pays en développement. En effet, et suite à leur indépendance, les gouvernements de ces pays ont lancé des politiques d'investissement très vastes qui ont exigé des efforts considérables en matière de dépenses. Afin de faire face à ces dépenses, ces pays ont adopté des politiques expansionnistes dont le secteur public était le seul bénéficiaire.

La nationalisation des institutions financières (banques et sociétés d'assurance) était devenue le moyen privilégié par l'Etat pour extraire les ressources dont il avait besoin. Ayant le contrôle absolu sur le système financier, l'Etat pouvait confisquer les rentes de ce dernier pour les orienter à des fins politiques. Pour ce faire, l'Etat jouissait de plusieurs instruments de contrôle direct. Parmi ces instruments nous pouvons citer les réserves obligatoires, le plafonnement ou la fixation des taux d'intérêt et la politique de réescompte. Ces instruments de contrôle direct ont longtemps été utilisés par les gouvernements des pays du MMA. L'objectif de ce chapitre est d'identifier la répression financières dans ces pays à travers l'analyse de ses instruments et ses indicateurs (section 1). Nous étudierons par la suite les mécanismes de la répression financière (section 2).

## ***SECTION 1 : MESURE DE LA REPRESSION FINANCIERE .***

La promotion du développement a constitué depuis longtemps la référence de base de la politique économique des pays du MMA. Cette politique qui avait pour objectif principal l'amélioration du niveau de vie des citoyens, s'est caractérisée essentiellement par sa dimension quantitative dont le but était d'accroître le volume d'investissement sous toutes ses formes (capital et humain). Les moyens pour satisfaire cet objectif ont consisté à utiliser des instruments monétaires notamment le crédit qui a été orienté vers la réalisation des objectifs de croissance. En agissant sur le fonctionnement du système financier, les Etats pouvaient agir à la fois sur la quantité et la qualité du crédit par le biais du contrôle direct. Pour cela plusieurs instruments étaient utilisés.

### ***1. LES INSTRUMENTS DE LA REPRESSION FINANCIERE .***

Les principaux instruments de contrôle de crédit utilisés au MMA se présentent sous trois formes :

- La politique des réserves obligatoires qui consiste à contrôler indirectement les crédits par le contrôle de la liquidité bancaire.
- La politique d'escompte établie par la Banque Centrale pour les titres émanant de secteurs dits prioritaires
- L'administration des taux d'intérêt.

### **1.1 LA POLITIQUE DES RESERVES OBLIGATOIRES.**

D'un point de vue technique la politique des réserves obligatoires, dont l'objectif consiste à moduler le besoin de refinancement des banques, réside dans l'obligation de ces dernières de déposer une partie de leurs dépôts (ou de la variation de leurs dépôts) en compte courant à la Banque Centrale. Le canal de transmission de la réserve obligatoire dans un système financier endetté tel que le système du Maghreb et du Machrek passe par le contrôle du taux de la réserve. Celui-ci peut être nul ou fixé à un taux élevé lorsque la croissance de la liquidité de l'économie nécessite le gèle d'une partie de celle des banques. La modulation du taux de la réserve peut aussi être fonction des éléments qui constituent la liquidité des banques. Les dépôts à vue peuvent par exemple être frappés par un taux différent de celui des dépôts à terme. Cette imposition discriminatoire se justifie par le fait que la constitution des dépôts à vue n'est pas aussi onéreuse que celle des dépôts à terme qui nécessitent le versement d'une rémunération de la part des banques à leurs clients. Les dépôts à vue ne coûtent en général que les frais de gestion à la banque.

La réserve obligatoire n'est pas considérée comme un instrument de la répression en tant que telle. Cet instrument est souvent utilisé dans les pays industrialisés lorsque les autorités décident d'agir sur la demande de monnaie centrale. La variation du taux de la réserve permet ainsi de réduire ou de développer la capacité de distribution de crédit du système bancaire. Mais lorsque la réserve est non rémunérée, elle constitue un coût sur le système d'exploitation des banques qui ne peuvent plus faire face à la demande de crédit. Cette situation se retrouve souvent dans les pays en développement où l'Etat utilise les réserves comme une alternative au seignuriage.

L'analyse de la situation des réserves au Maghreb et au Machrek est dans ce cas très révélatrice. En effet, dans un système financier réprimé, le ratio des réserves obligatoires est généralement plus élevé que la monnaie détenue par le public. Le tableau 1 ci-dessous montre que les réserves obligatoires mesurées en pourcentage des dépôts dépassent les 10% au Machrek sur la période 1970-1989 ce qui montre que la politique des réserves obligatoires au Machrek était un outil important dans la collecte des ressources financières pour l'Etat. Au Maghreb, la réserve obligatoire ne semble pas



constitué un élément important de la politique de répression. Le taux de la réserve est en effet, comparable à celui des pays industrialisés

Tableau 1 : réserves légales en pourcentage des dépôts bancaires.<sup>15</sup>

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989
<b>Pays développés</b>	5.921	4.579	3.367	2.719
<i>Australie</i>	10.45	7.66	5.18	3.95
<i>Etats Unis</i>	4.69	3.54	2.43	2.22
<i>Japon</i>	2.63	2.53	2.50	1.99
<b>Maghreb</b>	6.29	4.96	3.12	3.62
<i>Algérie</i>	2.19	3.73	1.43	1.94
<i>Maroc</i>	7.41	6.07	3.27	5.83
<i>Tunisie</i>	9.28	5.09	4.68	3.08
<b>Machrek</b>	29.92	20.30	23.46	17.98
<i>Egypte</i>	31.54	18.14	32.35	26.10
<i>Jordanie</i>	28.30	22.47	14.58	9.87

Source: Statistiques Financières Internationales.

Tableau 2 : revenu monétaire en pourcentage du PNB.

	Variation de la base monétaire <sup>16</sup> .		Variation de la composante fiduciaire <sup>17</sup> .		Variation de la composante de réserves obligatoires <sup>18</sup> .	
<b>Pays développés</b>	1970-1979	1980-1989	1970-1979	1980-1989	1970-1979	1980-1989
<i>Australie</i>	0.675	0.481	0.450	0.378	0.225	0.103
<i>Etats Unis</i>	0.484	0.363	0.366	0.310	0.119	0.053
<i>Japon</i>	1.265	0.690	0.991	0.581	0.274	0.109
<b>Maghreb</b>	1970-1979	1980-1989	1970-1979	1980-1989	1970-1979	1980-1989
<i>Algérie</i>	4.763	3.372	4.585	3.215	0.179	0.158
<i>Maroc</i>	2.008	1.600	1.784	1.302	0.225	0.298
<i>Tunisie</i>	1.490	1.196	1.270	1.036	0.219	0.160
<b>Machrek</b>	1970-1979	1980-1989	1970-1979	1980-1989	1970-1979	1980-1989
<i>Egypte</i>	4.066	7.115	3.271	3.240	0.796	3.875
<i>Jordanie</i>	5.134	4.052	3.650	3.241	1.484	0.811

Source : calculs effectués à partir des Statistiques financières Internationales.

<sup>15</sup> Ce ratio est calculé de la façon suite:  $(14-14a)/(34+35-14a)$ , où les lignes 14, 14a, 34 et 35 sont extrait des statistiques financières internationales. Les lignes 14, 14a, 34 et 35 représentent respectivement : la base monétaire, la circulation fiduciaire, la masse monétaire M1 et la quasi-monnaie.

<sup>16</sup> La variation de la base monétaire a été calculée comme suit :  $(base_t - base_{t-1})/PNB$ . La base monétaire correspond à la ligne 14 dans les IFS.

<sup>17</sup> La composante fiduciaire a été calculée comme suit:  $(fiduce_t - fiduce_{t-1})/PNB$ . La monnaie fiduciaire correspond à la ligne 14a dans les IFS.

<sup>18</sup> La composante de réserves obligatoire a été calculée:  $(réserve_t - réserve_{t-1})/PNB$ . Les réserves correspondent à la différence entre les lignes 14 et 14a.

La répression financière peut apparaître aussi à travers l'importance de la base monétaire qui constitue l'assiette du seignuriage. Le tableau 2 ci-dessus, montre que la base monétaire constitue une forte proportion du produit national brut dans les deux régions. Les réserves obligatoires constituent une part non négligeable de la base au Machrek alors qu'au Maghreb la composante fiduciaire est plus importante.

L'analyse ci-dessus nous a donné une idée de l'importance de la technique des réserves obligatoires et de la base monétaire dans les deux groupes de pays. La variation de la base monétaire était plutôt fiduciaire au Maghreb alors qu'au Machrek cette variation dépendait aussi des réserves obligatoires. L'importance des réserves au Machrek n'était pas sans conséquence sur la distribution des crédits au secteur privé (tableau 3). En effet, la proportion des crédits distribués à ce secteur en pourcentage du produit était beaucoup plus faible qu'au Maghreb et aux pays à revenu intermédiaire. L'importance des réserves en Jordanie ne semble pas affecter la politique de crédit au secteur privé. L'importance des crédits privés peut trouver son explication dans l'importance de la participation de ce secteur dans les grands projets d'investissement étatiques ce qui facilitait son accès aux crédits.

*Tableau 3: Evolution des crédits au secteur privé en pourcentage du PIB.*

	<i>1971-1974</i>	<i>1975-1979</i>	<i>1980-1984</i>	<i>1985-1989</i>
<i>pays à revenu élevé</i>	78.44	79.72	83.89	102.46
<i>pays à revenu intermédiaire</i>	27.36	33.49	36.94	44.40
<i>Afrique subsaharienne</i>	31.31	28.53	34.75	38.51
<i>Maghreb</i>	32.65	40.64	45.64	44.50
<i>Algérie</i>	40.57	47.89	51.75	56.52
<i>Maroc</i>	21.49	27.56	29.84	16.88
<i>Tunisie</i>	35.87	46.47	55.34	60.12
<i>Machrek</i>	15.77	21.77	30.48	37.69
<i>Egypte</i>	16.55	20.09	28.03	35.30
<i>Jordanie</i>	24.66	40.20	56.52	70.37
<i>Syrie</i>	6.10	5.03	6.88	7.40

*Source : calculs effectués à partir des Statistiques Financières Internationales.*

La technique de la réserve obligatoire n'était pas le seul instrument utilisé par les Etats du Maghreb et du Machrek, la technique du réescompte était aussi un autre instrument qui permettait aux autorités d'appliquer une pratique discriminatoire en faveur des secteurs prioritaires.

## 1.2 LA TECHNIQUE DU REESCOMPTE.

Contrairement à la politique des réserves obligatoires qui limite la liquidité bancaire, la politique du réescompte permet aux autorités monétaires d'alléger les besoins des banques en monnaie centrale. Cette technique consiste pour la Banque Centrale à acheter les effets qui lui sont présentés par les banques commerciales moyennant un taux qu'elle fixe unilatéralement. L'application de cette politique exerce deux effets. Un effet quantité qui engendre la croissance de la masse monétaire suite à la création de monnaie par la Banque Centrale au profit des autres banques et un effet prix dans la mesure où ce taux peut constituer un taux directeur pour les autres taux bancaires.

L'application de cette politique par les Etats du MMA n'était pas utilisée seulement dans un but de régulation de la liquidité bancaire. Les autorités du MMA sélectionnaient les effets éligibles au réescompte selon les priorités des plans de développement et déterminaient les taux auxquels ces effets étaient soumis. La fixation des taux de réescompte ne tenait pas compte du besoin réel de refinancement des banques. L'objectif de cette politique était en effet de pousser indirectement les banques à favoriser le financement des projets qui bénéficiaient d'encouragements étatiques. La lecture du tableau 4 relatif aux taux de réescompte au MMA dont les données ont été disponibles, permet de connaître les secteurs qui ont bénéficié de taux préférentiels avant la période de réformes.

Tableau 4 : taux de réescompte en Algérie et Tunisie.

Algérie	1976	1979	1980	1982	1984	1985	1986	1987	1988	1989
sur opérations agricoles	3	3	3	3	3	3	2.5	2.5	2.5	2.5
sur opérations à l'export	3	3	3	3	3	3	5	5	5	5
Autres	2.75	2.75	2.75	2.75	2.75	3.3	4.5	5	6.16	6.16
Tunisie	1976	1979	1980	1982	1984	1985	1986	1987	1988	1989
Crédits liés à l'Artisanat	0	0	3.25	3.25	4.75	4.75	4.75	4.75	5.5	5.5
Crédits et investissements agricoles	4	3.5	3.5	3.5	5.5	5.5	5.75	6	6	6
Crédits à l'exportation et à la PME	4	4	5.87	5.87	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
Crédits touristiques	5.25	5.25	6.75	6.75	11	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
Autres	5.25	5.25	7	7	11	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

Source: Banques Centrales des pays concernés.

Les projets agricoles semblent attirer toute l'attention de la politique de développement en Algérie. Les taux qui leurs sont appliqués sont en moyenne les plus faibles. Viennent par la suite les projets industriels notamment ceux liés aux exportations et à la promotion de la petite et moyenne entreprise. La Tunisie accordait un intérêt particulier à l'artisanat auquel elle appliquait des taux faibles. En plus de leur hiérarchisation, les taux de réescompte se caractérisaient par leur rigidité qui ne tenait pas compte des variations conjoncturelles notamment celles des prix. Cette rigidité est bien apparente dans le cas de l'Algérie où les taux sont restés fixes sur toute une décennie. La hiérarchisation des taux est plus apparente en Tunisie dont les taux variaient selon les secteurs économiques. Les taux étaient moins rigides malgré leur fixation de la part des autorités. Mais cette relative souplesse ne s'appliquait pas à tous les taux. Les autres taux bancaires étaient plus rigides. Cette rigidité apparaissait à travers la politique d'administration des taux qui était appliquée dans toute la région du MMA.

### 1.3 L'ADMINISTRATION DES TAUX

L'administration des taux est l'une des principales caractéristiques du système financier au MMA. C'est l'instrument de répression le plus utilisé. En effet, la fixation des taux débiteurs et créditeurs se faisait par de simples décisions unilatérales de la Banque Centrale sans tenir compte des coûts financiers que peuvent subir les banques. Ces dernières étant dans leur majorité des banques étatiques, se trouvaient dans l'obligation de respecter et d'exécuter les orientations des politiques économiques du gouvernement central. Le différentiel des taux, lorsqu'il existait, était subventionné par l'Etat. Les subventions prenaient souvent la forme d'offre de taux d'escompte préférentiels par la Banque Centrale.

Tableau 5 : Taux annuels nominaux sur les crédits à moyen terme.

	1970	1972	1974	1976	1978	1980	1982	1984	1986	1988	1989
<i>Algérie</i>	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.75	6.37	7.5	10.5
<i>Maroc</i>	6.5	6.5	6.5	8	8	10	10	11	12	13.75	13.5
<i>Tunisie</i>	6.75	6.75	6.75	7.25	7.2	7.2	9.25	9.25	7.20	7.20	7.50
<i>Egypte</i>	6	6	6	8	10.17	13.33	15	15	15	17.00	18.33
<i>Jordanie</i>	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5	9	8.5	7.625	11.5	13

Source: Banques Centrales des pays concernés.

En plus de la fixation des taux au-dessous du niveau du marché, ces taux se caractérisaient par leurs multitudes et leur complexité. Les taux débiteurs en Tunisie, à titre d'exemple, étaient en juillet 1990 en nombre de 20 et variaient entre un minimum de 4% et un maximum de 15%. Les taux pouvaient varier pour un même secteur d'activité selon l'institution qui en bénéficiait. Les taux débiteurs appliqués aux crédits étaient ainsi plus élevés si le bénéficiaire du crédit était un agent privé.

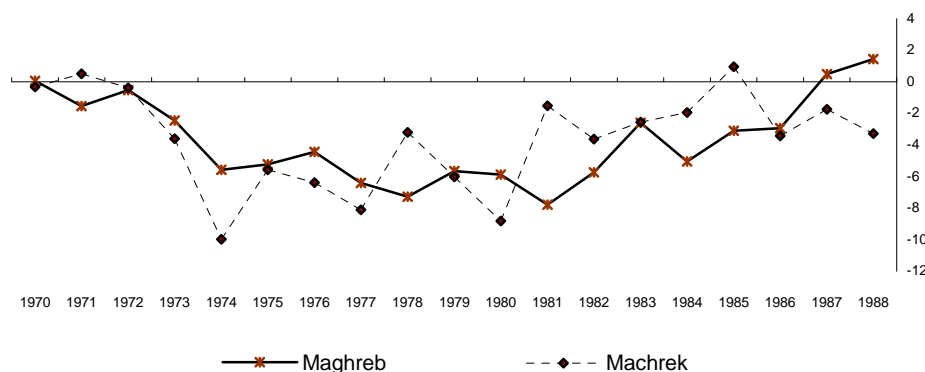
Les taux restaient fixes sur de longues périodes et lorsque l'Etat décidait de les relever, il prenait sa décision sans consulter les banques. Les taux pouvaient ainsi augmenter de plus de douze points de pourcentage en l'espace de quelques années comme il s'est produit pour les taux créditeurs en Egypte entre 1970 et 1980. L'importante croissance des taux en Egypte n'a pas permis de rendre, pour autant, les taux réels positifs en raison de l'importance du taux d'inflation. L'administration des taux d'intérêt en présence d'une inflation élevée et d'une faible liberté d'action des intermédiaires financiers a conduit à la présence d'un système financier faiblement développé. Le paragraphe suivant discutera des différentes distorsions qui ont caractérisé le système financier suite à l'application de cette politique.

## ***2. LES INDICATEURS DE LA REPRESSION FINANCIERE.***

### ***2.1 LA DISTORSION DES TAUX D'INTERETS REELS.***

La politique de fixation des taux d'intérêt au-dessous du niveau du marché peut ne pas avoir des effets négatifs sur le fonctionnement du système financier si l'Etat adopte en même temps une politique anti-inflationniste de sorte à permettre aux taux réels de rester positifs. La croissance du taux d'inflation, en présence de taux nominaux faibles réduit les taux réels et provoque des distorsions dans leur l'évolution. Même si les taux réels deviennent négatifs, leur niveau ne doit pas dépasser un certain seuil. Shaw (1997) place ce seuil dans un intervalle compris entre 0 et -5 %. L'analyse des taux d'intérêt réels au MMA sur la période 1970-1988 montre bien le niveau négatif des taux réels sur les dépôts à trois et six mois. Ce niveau est instable sur toute la période d'observation.

Graphique 1 : Taux d'intérêt réels sur les dépôts de trois mois à 6 mois.



Source : Graphique construit à partir des données des Banques Centrales de chaque pays.

L'analyse détaillée montre que les taux réels au MMA, ont commencé à baisser progressivement jusqu'à atteindre des niveaux critiques (plus de  $-5\%$ ) vers la moitié des années soixante-dix. Cette baisse a été plus importante au Machrek dont le taux a atteint  $-10\%$  en 1974. Cette baisse est liée à la croissance de l'inflation en Jordanie au cours de cette année où le taux a atteint  $19,5\%$ . Mais malgré la nette progression des taux réels dans cette région à partir des années quatre-vingt, ces derniers ont baissé de nouveau en raison de la croissance de l'inflation en Egypte. Au Maghreb, à part quelques années, le niveau des taux réels n'a pas dépassé en moyenne le taux critique de  $-5\%$  mentionné par Shaw (1997). Les taux réels ont commencé à progresser par la suite jusqu'à atteindre des niveaux positifs. Cette progression est liée à la fois au maintien du taux d'inflation à des niveaux raisonnables et aux premiers prémices de réformes financières entreprises par le Maroc et la Tunisie durant cette période.

Une analyse statistique plus poussée montre que la dispersion des taux était plus importante au Machrek alors qu'elle était relativement constante au Maghreb sur toute la période d'observation. La timide amélioration des taux au Maghreb revient comme nous l'avons souligné plus haut aux premières tentatives de réformes financières dans ces pays. Au Maroc, par exemple, la déréglementation des taux a permis le retour à des taux réels positifs qui ont atteint un taux moyen de  $3,46\%$  entre 1985 et 1989.

Tableau 6 : taux réels sur les dépôts à trois mois.

<i>Maghreb</i>	<i>1970-1989</i>	<i>1970-1974</i>	<i>1975-1979</i>	<i>1980-1984</i>	<i>1985-1989</i>
<i>Moyenne</i>	-3.46	-2.00	-5.80	-5.42	-0.62
<i>Minimum</i>	-7.79	-5.57	-7.28	-7.79	-7.79
<i>Maximum</i>	1.44	0.07	-4.43	-2.59	1.44
<i>écart-type</i>	2.86	2.22	1.09	1.88	2.22
<i>Machrek</i>	<i>1970-1989</i>	<i>1970-1974</i>	<i>1975-1979</i>	<i>1980-1984</i>	<i>1985-1989</i>
<i>Moyenne</i>	-3.59	-2.69	-5.85	-3.68	-1.87
<i>Minimum</i>	-9.98	-9.98	-8.27	-8.52	-13.16
<i>Maximum</i>	2.20	0.51	-3.01	-0.69	2.20
<i>écart-type</i>	3.99	4.33	1.89	3.30	5.87

Source : Calculs effectués à partir des données des statistiques financières du Fonds Monétaire International et des Banques Centrales de chaque pays.

L'analyse statistique ci-dessus, a permis ainsi d'identifier une des caractéristiques d'un système financier réprimé. La rigidité des taux nominaux dans les régions du MMA associée à un taux d'inflation en continuelle progression a donné des taux réels négatifs. La région du Machrek était plus marquée par ce résultat en raison de l'importance du niveau d'inflation. En effet, les pays du Machrek sont des pays dont le budget de l'Etat dépend en grande partie de l'aide extérieure. La baisse de cette aide durant la période 1985-1989 face à des recettes budgétaires insuffisantes et une politique expansionniste a poussé les autorités à faire appel au système financier afin de financer le déficit budgétaire (notamment l'Egypte). La croissance monétaire qui en a découlé, a accéléré les tensions inflationnistes.

La répression financière n'a pas affecté seulement l'évolution des taux réels. La politique directe de contrôle monétaire a limité aussi la liberté d'action du système bancaire qui est devenu un simple exécuter des décisions publiques. Cette main mise de l'Etat sur l'activité financière n'a pas permis l'extension de l'activité bancaire qui s'est caractérisé durant cette période par son faible niveau de développement.

## ***2.2 UN FAIBLE APPROFONDISSEMENT FINANCIER.***

Le secteur financier est un mixage complexe de marchés d'actifs et de services financiers. Son industrie est composée d'un double système monétaire et réglementaire dans lequel une large panoplie de règles légales et d'instruments de contrôle sont utilisés. La monnaie constitue le principal bien échangé sur ce marché. Cette dernière n'est acquise que par le biais du taux d'intérêt qui représente le prix relatif dominant. Le taux d'intérêt est considéré comme la clef motrice de ce secteur. Plus le mouvement des taux est libre, plus la motivation des acteurs financiers permet le libre échange des titres financiers et par conséquent le développement du système.

Dans les économies réprimées, la libre fixation des taux d'intérêt par les intermédiaires financiers n'est pas toujours possible. L'intervention de l'Etat dans ce système entrave la liberté d'action des intermédiaires et les oblige à respecter les exigences des priorités économiques de l'Etat. Un tel fonctionnement crée une sorte d'illettrisme financier qui freine l'initiative privée et retarde le développement du système financier. Cette idée a été longuement développée par McKinnon (1973) et Shaw (1973) qui ont mis l'accent sur le faible approfondissement financier des économies réprimées. Ce dernier se manifeste souvent par la faiblesse de l'épargne financière et le faible niveau des crédits au secteur privé. Afin de mesurer le niveau du développement financier au MMA, un certain nombre d'indicateurs sera choisi.

### ***2.2.1 LES DIFFERENTES MESURES DE L'APPROFONDISSEMENT FINANCIER.***

Bien qu'il existe plusieurs méthodes pour mesurer le degré d'approfondissement financier, le choix d'indicateurs appropriés est généralement difficile. Le choix de ces indicateurs est resté, dans la plus part des mesures, monétaire. L'initiateur de ces indicateurs a été Goldsmith (1969) qui a commencé à mesurer les actifs financiers en pourcentage du capital. Des auteurs plus récents tels que King et Levine (1993b), Fry (1995b), Levine et Zervos (1997) ont utilisé plusieurs indicateurs monétaires. Parmi ces indicateurs nous pouvons citer : les crédits de la Banque Centrale en pourcentage du produit, les crédits au secteur privé sur l'ensemble des crédits intérieurs, le ratio de la masse monétaire ou de la quasi monnaie en pourcentage du produit ou encore le suivi de l'évolution des taux d'intérêts réels.



Bien qu'ils fournissent une représentation très rapprochée du niveau du développement financier, certains auteurs tels que Pill et Pradhan (1995) trouvent que certains indicateurs donnent une idée erronée de l'effet du système financier sur l'économie globale. Ils ajoutent que l'utilisation de ces indicateurs ne permet pas, à titre d'exemple, de capter le degré d'ouverture d'un pays vers l'extérieur ou de mesurer le niveau de développement du secteur financier non bancaire. La dernière lacune associée à ces indicateurs est celle de négliger l'environnement légal qui dans certains pays permet à quelques secteurs de bénéficier de services privilégiés de la part des intermédiaires financiers comme c'est le cas dans certaines économies financièrement réprimées.

Il faut souligner cependant, que l'analyse économique dans les pays en développement se heurte souvent au manque de données. Les chercheurs se trouvent souvent obligés d'utiliser des indicateurs approximatifs. C'est d'ailleurs le même problème auquel nous avons à faire face dans notre analyse. Le manque de données sur le secteur financier au Maghreb et au Machrek nous contraint d'utiliser des indicateurs monétaires. Le choix de ces indicateurs découle d'un double objectif. Le premier est celui de mesurer l'effet de la répression sur l'approfondissement financier et le second est celui de chercher à quel niveau se situe la répression. Est-ce au niveau des crédits, des dépôts ou les deux à la fois? Le tableau 7 ci-dessous résume l'ensemble des indicateurs monétaires qui ont été utilisés par la théorie.

*Tableau 7 : Les indicateurs de l'approfondissement financier.*

<i>Définition de l'indicateur</i>	<i>Objectif spécifique</i>
Rapport de la masse monétaire M2 en pourcentage du produit (M2/PIB). Rapport de la quasi monnaie en pourcentage de la masse monétaire M2 (QM/M2).	- Mesure du niveau global du développement financier.
Rapport billet en pourcentage de la masse monétaire (C/M1 et C/M2).	- Mesure de la diversification des actifs financiers liquides.
Rapport des crédits au secteur privé en pourcentage du PIB (CP/PIB). Rapport des crédits au secteur privé en pourcentage des crédits intérieurs (CP/CI).	- Mesure de la pénétration du système bancaire dans l'économie.
Monnaie en circulation en pourcentage du PIB (C/PIB). Dépôts à vue en pourcentage de la base monétaire (DV/B).	- Mesure du degré de la monétisation (C/PIB) et de la dynamique bancaire (DV/M2).

### 2.2.2 ANALYSE DE L'APPROFONDISSEMENT FINANCIER AU MMA.

Les ratios du tableau 7 ci-dessus représentent ( $M2/PIB$ ,  $QM/M2$ ,  $C/M1$ ,  $C/M2$ ,  $CP/PIB$ ,  $CP/CI$ ,  $C/PIB$ ,  $DV/B$ ) des évaluations approximatives du niveau global du développement du marché monétaire et financier organisé au MMA. Nous entendons par marchés organisés, les marchés dans lesquelles interviennent les intermédiaires financiers tels que les banques commerciales, la Banque Centrale et les intermédiaires financiers non bancaires comme la poste et les sociétés d'assurance.

Les tableaux 8, 9 et 10 reproduisent quelques indicateurs utilisés par la théorie de la libéralisation comme ceux qui estiment le niveau global du développement financier. Nous avons ajouté à ceux là, d'autres indicateurs utilisés par des auteurs plus récents tels que Thornton (1991) et King et Levine (1993b).

Le choix de ces indicateurs vient du fait que la faible maturité financière au MMA fait des banques les seuls acteurs sur le marché financier. L'évaluation de la dynamique bancaire devient un choix approprié de la mesure du degré du développement financier. De plus, l'étroitesse du marché des capitaux à long terme dans ces pays fait des crédits bancaires la principale source des crédits intérieurs de telle sorte que le rapport des crédits en pourcentage du produit interprète assez bien le niveau du développement de ces marchés. L'analyse se limitera à la période durant laquelle la répression était encore appliquée. A titre de comparaison nous avons indiqué la valeur de ces indicateurs pour quelques pays développés.

Tableau 8 : Le niveau global du développement financier.

	<i>M2 en % PIB</i>		<i>QM en % PIB</i>		<i>QM en % M2</i>	
<i>Pays développés</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Australie</i>	46.9	52.2	30.6	40.5	65.15	77.57
<i>Etats Unis</i>	63.9	68.3	39.9	51.5	62.47	75.47
<i>Japon</i>	74.6	114.4	45.2	85.8	60.60	74.99
<i>Canada</i>	37.4	46.7	19.0	31.9	50.83	68.42
<i>Maghreb</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Algérie</i>	56.60	78.64	5.41	14.84	9.55	18.87
<i>Maroc</i>	30.44	48.73	2.32	14.67	7.62	30.11
<i>Tunisie</i>	33.94	53.95	7.14	27.63	21.04	51.22
<i>Machreck</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Egypte</i>	37.04	83.46	9.37	54.20	25.30	64.94
<i>Jordanie</i>	53.34	136.49	10.15	81.59	19.03	59.78

Source : Calculs effectués à partir des données des statistiques financières du Fonds Monétaire International

Tableau 9 : diversification des actifs financiers en %.

	<i>C/M2</i>		<i>C/M1</i>		<i>CP/PIB</i>	
<i>Pays développés</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Australie</i>	8.00	6.71	22.96	29.93	25.56	60.83
<i>Etats Unis</i>	7.61	6.37	20.31	28.93	55.72	76.38
<i>Japon</i>	9.31	8.02	23.62	32.04	77.77	120.04
<i>Canada</i>	67.75	8.99	63.82	26.56	24.69	47.13
<i>Maghreb</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Algérie</i>	35.77	38.90	39.55	47.95	31.03	50.09
<i>Maroc</i>	38.74	26.26	41.94	37.57	14.01	13.62
<i>Tunisie</i>	28.08	16.90	35.56	34.65	34.67	58.94
<i>Machreck</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Egypte</i>	49.65	17.06	66.47	48.66	14.03	31.87
<i>Jordanie</i>	59.99	26.91	74.09	66.89	17.42	74.99

Source : Calculs effectués à partir des données des statistiques financières du Fonds Monétaire International

Le tableau 9 semble indiquer que l'importance de la masse monétaire dans l'économie n'est pas liée au niveau du développement étant donnée que le rapport de la masse monétaire M2 en pourcentage du produit est dans les mêmes proportions dans tous les pays. Par contre, l'épargne liquide évolue visiblement avec le niveau de développement. Le ratio de la quasi monnaie (QM) en pourcentage de la masse monétaire M2 reste en effet, très faible par rapport aux pays développés, et ce malgré sa nette amélioration au Machrek.

Tableau 10 : Monétisation et dynamique bancaire

	<i>CP/CI</i>		<i>DV/B</i>		<i>C/PIB</i>	
<i>Pays développés</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Australie</i>	54.89	87.27	147.81	173.57	3.75	3.50
<i>Etats Unis</i>	74.65	86.60	240.57	188.18	4.86	4.35
<i>Japon</i>	90.79	86.16	262.76	174.55	6.94	9.17
<i>Canada</i>	75.70	90.93	238.32	286.76	25.33	4.19
<i>Maghreb</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Algérie</i>	62.85	10.95	43.44	83.72	20.25	30.59
<i>Maroc</i>	48.25	60.71	79.25	69.32	11.79	12.80
<i>Tunisie</i>	73.08	92.02	99.66	127.24	9.53	9.12
<i>Machreck</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>	<i>1969</i>	<i>1989</i>
<i>Egypte</i>	28.52	57.54	30.33	26.59	18.39	14.24
<i>Jordanie</i>	120.35	82.47	24.24	27.16	32.00	36.72

Source : Calculs effectués à partir des données des statistiques financières du Fonds Monétaire International

Les deux premières colonnes du tableau 9 nous indiquent la faible diversification des actifs financiers au MMA. Le niveau de la monnaie en circulation par rapport à la masse monétaire  $M2$  semble être lié au niveau du développement. Celui-ci est plus faible dans les pays développés dans le temps (celui de 1989 par rapport à 1969) et dans l'espace (les pays développés par rapport aux pays du MMA). De plus, l'importance de l'épargne liquide indicateur de la diversification financière (comme le montre le tableau 8) explique pourquoi la monnaie liquide (billets) en pourcentage de  $M2$  ( $C/M2$ ) baisse plus vite que le ratio billets en pourcentage de  $M1$  ( $C/M1$ ).

Les rapports crédits privés en pourcentage du produit ( $CP/PIB$ ) et crédits privés en pourcentage des crédits intérieurs ( $CP/CI$ ) montrent que le système bancaire au MMA est un système bien actif. Ceci n'est pas surprenant si nous savons que dans ces pays seuls les banques pouvaient jouer le rôle d'intermédiaire et octroyer, par conséquent, du crédit aux secteurs public et privé. L'importance des crédits privés par rapport aux crédits intérieurs est bien visible dans tous les pays du MMA. Seule l'Algérie semble faire l'exception dans la mesure où la part du secteur privé dans l'ensemble des crédits intérieurs est de huit fois plus faible que celle des pays développés.

La monétisation représentée par le ratio monnaie en circulation en pourcentage du produit ( $C/PIB$ ) semble aussi être liée au niveau d'approfondissement financier. Nous appelons monétisation, le développement des moyens de paiement scripturaux tels que l'utilisation de la carte bancaire et du chèque. Le développement de cette technique nécessite une politique de dépôts rigoureuse. Plus le niveau des dépôts est important, plus le degré de monétisation se développe. Un système financier peu développé se caractérise par un faible degré de monétisation et donc par une circulation fiduciaire plus importante. Cette caractéristique est bien évidente en Algérie et en Jordanie et dans une moindre mesure au Maroc et en Egypte. Il faut noter cependant, que le processus de monétisation est un long processus qui s'appuie sur une réglementation bancaire rigoureuse, un libre mouvement des taux et une politique marketing adéquate. Or, le marketing bancaire, la diffusion de l'information ainsi que la formation du personnel constituent les principaux freins au développement de la monétisation dans ces deux régions.

Le ratio dépôts à vue en pourcentage de la base monétaire (DV/B), nous donne aussi une idée de la faible dynamique bancaire au MMA. La dynamique bancaire est la capacité des banques à créer des services bancaires et de nouveaux moyens de paiement. Le choix de cet indicateur vient du fait que dans une économie réprimée, la base monétaire est souvent très élevée. Cette dernière constitue, souvent, l'assiette du seignuriage qui est une des principales sources de financement du déficit budgétaire. Vers la fin des années quatre-vingt, les banques du Maghreb semblent rattraper progressivement le niveau des pays développés, notamment la Tunisie. Cela étant, les indicateurs du développement financiers convergent pour montrer l'aspect encore peu développé du système financier au MMA. La répression financière se situe plus au niveau des dépôts. En effet, la fixation des taux d'intérêts au-dessous du niveau d'équilibre n'a pas facilité le développement d'une politique de dépôts rigoureuse ce qui a limité l'évolution de la dynamique bancaire. L'Algérie présente une double répression caractérisée aussi par le faible niveau des crédits au secteur privé.

Bien que la répression financière se caractérise essentiellement par le contrôle direct de l'Etat sur le système financier, les analyses économiques ont souvent rappelé l'effet indirect de la politique interventionniste de l'Etat sur l'activité financière. Cet effet apparaît notamment à travers une mauvaise gestion budgétaire qui repose le plus souvent sur des ressources bancaires. Une telle pratique conduit à la croissance de la masse monétaire et à l'apparition des pressions inflationnistes.

## ***SECTION 2 : LES MECANISMES DE LA REPRESSION FINANCIERE .***

### ***1. LES PRATIQUES INFLATIONNISTES .***

L'inflation selon Dornbush (1993), peut être interprétée comme le résultat d'un surplus monétaire que l'Etat utilise pour financer la partie des dépenses non couvertes par les recettes budgétaires: «Si les dépenses du gouvernement sont supérieures aux recettes budgétaires collectées, l'Etat sera obligé de financer ce surplus par création monétaire<sup>19</sup>». La création monétaire a ainsi pour origine le déficit budgétaire. La croissance de l'inflation suit donc la croissance de la création monétaire. Cette idée était déjà évoquée par, Claassen (1985) qui considère que la caractéristique commune de

---

<sup>19</sup> R. Dornbush, *Stabilisation Debt and Reform* (1993), Prentice Hall, USA, P. 18

toutes les inflations observées, qu'elles soient induites par une augmentation de demande où un surplus de coûts, est : «L'expansion constante de la masse monétaire qui découle d'une politique monétaire tant active que passive»<sup>20</sup>. Par conséquent, l'inflation peut s'expliquer par la croissance monétaire dont l'origine est le financement du déficit budgétaire.

L'inflation peut aussi avoir des conséquences non négligeables sur le déficit budgétaire et ce par ses effets sur les recettes et les dépenses. L'effet le plus connu est celui de l'effet «Olivera-Tanzi». Cet effet agit essentiellement sur les recettes. En effet, le calcul de l'impôt sur l'activité économique et la collecte effective de cet impôt se déroule sur une période plus ou moins longue. Pendant ce temps la valeur réelle de l'assiette de l'impôt, en présence d'inflation, se détériore provoquant ainsi la baisse de la valeur réelle des recettes, Dornbusch (1993).

L'inflation n'est pas un indicateur direct de la répression, elle est plutôt une cause dérivée. Mais son étroite relation avec la croissance monétaire suite au financement du déficit budgétaire nous permet de détecter indirectement la présence de pratiques répressionnistes. L'objectif de cette section est de chercher à savoir si la relation entre la croissance de l'inflation et de la masse monétaire est vérifiée au MMA. Si c'est le cas, nous pousserons notre recherche vers les liens qui peuvent exister entre la croissance monétaire et le financement du déficit budgétaire.

### **1.1 LES DIFFERENTES DEFINITIONS DE L'INFLATION.**

L'inflation au MMA n'est pas un phénomène nouveau, elle était déjà apparente depuis les années soixante-dix, mais la politique économique suivie, dans ces pays, pendant cette période ne permettait pas de suivre l'évolution des prix étant donné que ces derniers étaient administrés.

Il est très difficile de donner une définition précise de l'inflation. A l'origine, ce terme signifiait augmentation de tous les moyens de paiement susceptible d'entraîner une augmentation des prix. Aujourd'hui, on considère l'augmentation des prix comme une manifestation de l'inflation, ainsi l'indice des prix à la consommation est considéré comme le meilleur indicateur de mesure de l'inflation. Si nous voulons toutefois définir

---

<sup>20</sup> Emil Claassen, *Macroéconomie*(1985), Dunod, P. 248.

l'inflation, nous pouvons dire que l'inflation est « un processus conduisant à la hausse des prix ou à la dépréciation du change. C'est aussi processus monétaire »<sup>21</sup>. Ce processus peut être lent (inflation rampante) ou très rapide (hyper-inflation).

Cette définition n'est cependant pas très satisfaisante en raison des difficultés de mesure de ce phénomène. Bien que nous retenions l'idée que l'inflation est une manifestation de la hausse des prix, nous admettons aussi que d'autres phénomènes en sont la cause. En effet, l'inflation peut être due à plusieurs phénomènes internes et externes que les économistes classent en deux grandes catégories : inflation par la demande et l'inflation par les coûts.

L'inflation par la demande se manifeste par un surplus de monnaie par rapport au flux de biens et de services alors que les capacités de production sont entièrement épuisées (plein emploi). Ainsi, si la masse monétaire augmente plus vite que la production, il se créera un phénomène de tensions inflationnistes nourri par l'excès du pouvoir d'achat. L'inflation peut se mesurer aussi selon les modalités à travers lesquelles la hausse des prix se produit. Cette question est étudiée par la théorie de l'inflation par les coûts. Cette théorie se base selon le principe que «la hausse des prix se réalise techniquement au niveau de l'entreprise» c'est à dire que les prix sont fixés selon les coûts de production auxquels nous ajoutons une marge commerciale.

Ainsi, à chaque fois que les prix des composantes du produit augmentent (matières premières, prix importés suite à une dévaluation ), l'entreprise ajustera cette augmentation au prix final. Les salariés, face aux modifications des prix nationaux, vont demander une rémunération supplémentaire afin de maintenir fixe leur pouvoir d'achat. L'augmentation des salaires, si elle se produit, va entraîner une augmentation des prix en raison de l'excès de demande qu'elle peut générer. Ce phénomène va provoquer ce que cette théorie appelle «une spirale inflationniste». Toute augmentation des salaires engendre un accroissement des prix qui réduit la croissance réelle du niveau de vie des travailleurs, ceux ci sont alors enclins à réclamer de nouvelles augmentations de salaires et le cycle se renouvelle. Les théories de l'inflation se rejoignent, ainsi, dans la mesure où elles décrivent la manifestation de l'inflation par l'augmentation des prix. Cette dernière a été un des principales manifestations de la répression financière au MMA.

---

<sup>21</sup> Levy-Garboua et W.Bruno (1979), « *Macroéconomie contemporaine* », Economica.

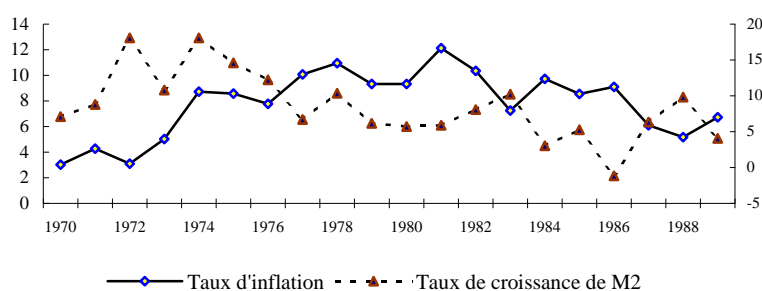
## 1.2 INFLATION ET CROISSANCE MONETAIRE AU MMA.

En nous référant à la définition de l'inflation de Dornbush, nous étudierons l'évolution de l'inflation et de la croissance monétaire au MMA afin de voir s'il existe une relation entre les deux variables. Pour cela nous procéderons à une observation graphique et nous essayerons de valider cette observation par une étude statistique par l'utilisation du test de causalité de Granger.

### 1.2.1 LA RELATION APPARENTE ENTRE L'INFLATION ET LA CROISSANCE MONETAIRE AU MMA.

La représentation graphique de l'inflation et du taux de croissance de la masse monétaire nous a été possible grâce aux données financières du Fonds Monétaire International. La lecture de ces deux graphiques laisse voir l'inexistence de relation apparente entre les deux variables. Les fortes fluctuations de la masse monétaire ne semblent pas avoir un effet significatif sur les variations de l'inflation au Maghreb. Au Maroc, l'inflation semble suivre légèrement l'évolution de la monnaie mais durant une très courte période. L'utilisation du test de Granger permettra de confirmer ou d'infirmer cette observation.

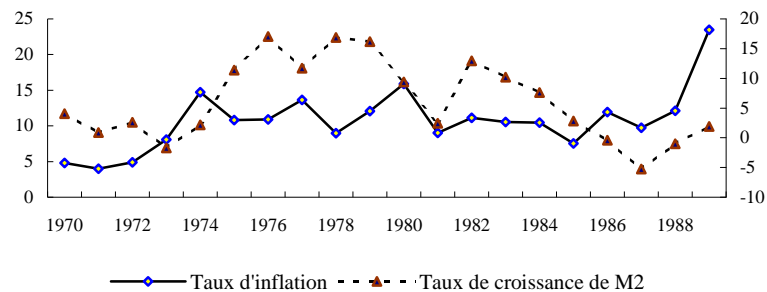
Graphique 2 : Inflation et croissance monétaire au Maghreb.



Source : graphique construit à partir des données du Fonds Monétaire International.



Graphique 3 : Inflation et croissance monétaire au Machrek.



Source : graphique construit à partir des données du Fonds Monétaire International.

### 1.2.2 UNE ANALYSE STATISTIQUE DE LA RELATION ENTRE L'INFLATION ET LA CROISSANCE MONÉTAIRE AU MMA.

L'analyse statistique de la relation entre l'inflation et la croissance monétaire au MMA peut se faire par l'utilisation du test de Granger. Ce test identifie la relation statistique qui peut exister entre deux séries ou deux observations. Avant d'appliquer ce test, nous avons vérifié la stationnarité des variables par pays en utilisant le test de Dickey-Fuller. Le résultat de ce test révèle que nos séries sont stationnaires au seuil de 5% et de 10% (Egypte).

Nous avons appliqué le test de Granger aux deux régions séparément et nous avons constaté l'existence de relation entre la monnaie et l'inflation. Par la suite nous avons appliqué ce test à chaque pays. Les résultats du test ont montré que la croissance monétaire ne cause au sens de Granger l'inflation que dans deux pays : l'Algérie et la Jordanie.

*Tableau 11 : Résultat du test de Granger par région.*

Période : 1970-1989 Nombre de retard : 3 H0 : Le taux de croissance de M2 ne cause pas au sens de Granger l'inflation. Seuil de significativité retenu : 10%		
Région	F-statistique	Probabilité
Maghreb	3.531	0.056
Machrek	2.264	0.104

*Tableau 12: Résultat du test de Granger par pays*

Période : 1970-1989 Nombre de retard : 2 H0 : Le taux de croissance de M2 ne cause pas au sens de Granger l'inflation. Seuil de significativité retenu : 10%		
Pays	F-statistique	Probabilité
Algérie	3.132	0.074
Maroc	0.693	0.576
Tunisie	1.539	0.264
Egypte	0.113	0.950
Jordanie	2.190	0.091

Les résultats du test de Granger appliqué à chaque pays ne nous permettent pas ainsi d'utiliser les résultats obtenus par région. Ces résultats peuvent en effet être influencés par l'importante croissance de la monnaie en Algérie et en Jordanie. Notre analyse ne va pas s'arrêter à ce stade. La présence d'un effet de la croissance monétaire sur l'inflation dans deux pays sur cinq nous pousse à chercher les causes de la croissance monétaire dans ces deux pays. Afin d'obtenir des éléments de réponse une analyse des déterminants de la croissance monétaire s'impose.

### **1.3 LES DETERMINANTS APPARENTS DE LA CROISSANCE MONETAIRE .**

L'émission de la masse monétaire dans un système financier sous développé est échafaudée par la Banque Centrale. Celle-ci par une politique de contrôle strict de l'activité bancaire émet ou éponge la quantité de monnaie qu'elle juge nécessaire au bon fonctionnement de l'économie. Ce monopole de l'émission monétaire nous emmène à nous interroger sur les principaux canaux de la croissance monétaire au MMA. Mais avant cela, nous avons jugé nécessaire de rappeler quelques éléments théoriques de base qui vont nous aider dans nos calculs.

### **1.3.1 L'ANALYSE THEORIQUE.**

L'étude des déterminants de la croissance monétaire fait appel à l'étude des déterminants de l'offre de monnaie. Le cadre analytique et la formulation du processus d'offre de monnaie a été étudié par plusieurs auteurs tels que Friedman, Schwartz (1963) et Melitz (1975). Bien qu'ayant adopté des analyses plus ou moins différentes, ces auteurs reposent sur deux concepts fondamentaux de l'offre de monnaie qui sont la base monétaire et le multiplicateur. Ces deux concepts seront retenus dans notre analyse.

#### **1.3.1.1 LA NOTION DE BASE MONETAIRE.**

La base monétaire ou monnaie centrale, est l'agrégat monétaire le plus utilisé dans les études sur l'offre de monnaie. La base monétaire regroupe l'ensemble de la monnaie émise par la Banque Centrale (d'où le nom de monnaie centrale) c'est à dire les billets et les dépôts auprès de la Banque Centrale notamment les réserves des banques. La base monétaire constitue le fondement de la création monétaire dans la mesure où elle est utilisée par les banques du second rang pour octroyer des crédits qui à leur tour forment de nouveaux dépôts et par conséquent de nouveaux crédits constituant ainsi un processus multiplicateur. La monnaie créée par les banques sera un multiple de la quantité de monnaie centrale. Comme la valeur du multiplicateur est assez faible, le contrôle de la création monétaire prendra pour origine le contrôle de la base d'où l'idée de variable de contrôle soulignée par les analyses anglo-saxonnes.

#### **1.3.1.2 LA NOTION DU MULTIPLICATEUR.**

Bien que conçu et interprété différemment, le concept du multiplicateur est largement reconnu dans la théorie monétaire. Il est même l'élément central des analyses anglo-saxonnes de l'offre de monnaie. On parle de multiplicateur ou de coefficient de création de crédits, de dépôts ou de monnaie. Le multiplicateur monétaire ou de crédit<sup>22</sup> correspond, cependant, plus à la notion de création monétaire qui caractérise le système bancaire. La relation qui lie le multiplicateur à la base monétaire est déterminée par l'identité comptable suivante :

---

<sup>22</sup> Les deux définitions ne coïncident, cependant, que si elles sont interprétées en termes marginaux.

$$m = \frac{M}{B}$$

m, désigne le multiplicateur monétaire.

M, désigne la masse monétaire

B, désigne la base monétaire.

La relation entre la variation de la base monétaire et de la variation de la masse monétaire a été établie pour la première fois par Philips (1920). Cette relation peut être retrouvée de la façon suivante : soit M, la masse monétaire composée des dépôts, (D) et des billets, C. Soit la base monétaire composée de l'ensemble des réserves, R et des billets, C. La variation de masse monétaire et de la base s'écrit :

$$m' = \frac{\Delta M}{\Delta B} = \frac{\Delta(C+D)}{\Delta(C+R)}$$

$$\text{soit } \frac{\Delta C}{\Delta M} = k \text{ et } \frac{\Delta R}{\Delta D} = r$$

après transformation, on obtient :

$$m' = \frac{1}{k+r-kr}$$

Cette formule indique que le multiplicateur dépend de la même façon des coefficients k et r c'est à dire la fuite due aux comportements des agents et la fuite due au comportement des institutions monétaires. Ces deux coefficients sont cependant, différents. La fuite des institutions monétaires est une fuite imposée par l'autorité centrale car le pourcentage d'encaisse des banques est souvent très proche du coefficient des réserves obligatoires. Or, la fuite au niveau de l'économie exprimée par le coefficient k, est une fuite volontaire.

Les agents, choisissent à chaque instant l'utilisation de la monnaie dont ils disposent et choisissent sous quelle forme ils en disposeront. L'émission monétaire des banques est ainsi limitée par la nécessité de conserver des réserves en monnaie centrale

proportionnelles aux dépôts exprimés par le coefficient  $r$  et par le comportement des agents exprimés par le coefficient  $k$ .

De la même façon, Friedman et Schwartz (1963) donnent une formule du multiplicateur dans laquelle ils présentent les déterminants directs de la masse monétaire. Selon ces deux auteurs, la masse monétaire dépend du comportement des autorités monétaires ( $H$ ), du comportement des banques ( $D/R$ ) et celui du public ( $D/C$ ). Afin de calculer la contribution de chaque déterminant dans la variation du stock monétaire, ils établissent l'identité suivante :

$$M = H \frac{\frac{D}{R}(1 + \frac{D}{C})}{\frac{D}{R} + \frac{D}{C}}$$

$M$  est la quantité totale de monnaie en circulation,

$H$  est la monnaie de haute puissance ou monnaie centrale,

$D$  est l'ensemble des dépôts des banques commerciales,

$R$  est le montant des réserves des banques,

$C$  est le montant des billets détenu par le public.

Par l'établissement de cette identité, les deux auteurs cherchent à expliquer les déterminants susceptibles d'affecter les deux ratios qui constituent le multiplicateur. S'agissant du ratio  $D/R$ , les déterminants sont essentiellement les réserves obligatoires et le taux d'intérêt et par conséquent la variation des dépôts entre les banques notamment si celles-ci sont soumises à des taux de réserves différents. Le ratio  $D/C$ , dépend particulièrement du taux d'intérêt sur les dépôts et du revenu des agents.

### **1.3.2 CONTRIBUTION DE CHAQUE DETERMINANT DANS LA CROISSANCE MONETAIRE .**

L'analyse théorique consiste à estimer la part de chaque déterminant dans la croissance de la masse monétaire  $M_2$ . Il s'agit de calculer la contribution de la base monétaire, du multiplicateur, du comportement des institutions financières et du public dans la variation du stock de monnaie, Bolnick (1975).

Dans son analyse sur les déterminants de l'offre de monnaie, Serre (1979) a imputé les variations de la masse monétaire aux variations du multiplicateur, du coefficient des réserves  $r$  et du coefficient de préférence du public pour la monnaie centrale. Cette méthode sera retenue dans notre analyse car elle semble plus correspondre à l'objectif de notre recherche. D'une façon résumée, la formulation retenue est la suivante :

$$\begin{aligned}
 \Delta m_t = m_t - m_{t-1} &= \frac{1}{c_t + r_t - c_t r_t} - \frac{1}{c_{t-1} + r_{t-1} - c_{t-1} r_{t-1}} \\
 &= \frac{c_{t-1} + r_{t-1} - c_{t-1} r_{t-1} - c_t - r_t + c_t r_t}{(c_t + r_t - c_t r_t)(c_{t-1} + r_{t-1} - c_{t-1} r_{t-1})} \\
 &= \frac{-\Delta c (1 - r_t) - \Delta r (1 - c_{t-1})}{(c_t + r_t - c_t r_t)^2 + [\Delta c (1 - r_t) + \Delta r (1 - c_{t-1})][c_t + r_t - c_t r_t]} \\
 &= \Delta m_{t(c)} + \Delta m_{t(r)}
 \end{aligned}$$

Ce résultat peut être transformé de la façon suivante :

$$\frac{\Delta m_{t(c)}}{\Delta m_{t(r)}} = \frac{\Delta c}{\Delta r} * \frac{1-r_t}{1-c_{t-1}}$$

$$\Delta m_{t(c)} = \frac{\Delta m_t}{1 + \frac{\Delta r}{\Delta c} * \frac{1-c_{t-1}}{1-r_t}}$$

$$\Delta m_{t(r)} = \frac{\Delta m_t}{1 + \frac{\Delta c}{\Delta r} * \frac{1-r_t}{1-c_{t-1}}}$$

$$\text{Or } m = \frac{M}{B} \Leftrightarrow \Delta m = \frac{\Delta M}{\Delta B} \Leftrightarrow \Delta M = \Delta B * \Delta m$$

$$\text{D'où } \Delta M_{t(c)} = B_{t-1} \Delta m_{t(c)}$$

$$\Delta M_{t(r)} = B_{t-1} \Delta m_{t(r)}$$

$c$  et  $r$  contribuent ainsi à la croissance de la masse monétaire selon les deux expressions :

$$\Delta M_{t(c)} = B_{t-1} \Delta m_{t(c)}$$

$$\Delta M_{t(r)} = B_{t-1} \Delta m_{t(r)}$$

### 1.3.2.1 LES DETERMINANTS DE LA CROISSANCE MONETAIRE AU MMA.

L'analyse des variables clefs de la croissance monétaire a été possible par le suivie de l'évolution de la masse monétaire M2, de la base et du multiplicateur sur la période 1969-1989 comme le montre les trois tableaux suivants :

Tableau 13 : Evolution du multiplicateur (m1, m2), de la base et de la masse monétaire (M1, M2).

	<i>B</i>			<i>M2</i>			<i>M1</i>			<i>m1</i>			<i>m2</i>		
	1969	1979	1989	1969	1979	1989	1969	1979	1989	1969	1979	1989	1969	1979	1989
<i>Maghreb</i>	0.72	3.26	2.40	1.92	7.5	6.1	1.60	6.01	4.31	2.14	2.13	2.05	2.68	2.99	3.58
<i>Algérie</i>	1.78	8.77	6.53	4.84	19.4	16.09	4.08	15.85	11.58	2.29	1.81	1.77	2.72	2.22	2.47
<i>Maroc</i>	0.29	0.76	0.52	0.67	2.05	1.59	0.54	1.57	1.00	1.89	2.07	1.93	2.34	2.7	3.06
<i>Tunisie</i>	0.08	0.24	0.15	0.24	0.97	0.77	0.18	0.6	0.36	2.25	2.52	2.46	2.98	4.05	5.22
<i>Machrek</i>	1.9	2.8	2.8	2.8	5.7	8.6	2.1	3.6	2.8	1.1	1.2	1.1	1.5	2.0	2.9
<i>Egypte</i>	3.52	5.33	5.4	5.36	10.7	16.42	4.01	6.83	5.3	1.14	1.28	0.98	1.52	2.01	3.04
<i>Jordanie</i>	0.18	0.35	0.29	0.25	0.71	0.81	0.2	0.42	0.33	1.12	1.2	1.14	1.39	2.02	2.85

M1, M2 et B sont calculés en millions de dollars (prix de 1995).

Source : Calculs effectués à partir des Statistiques du Fonds Monétaire International.

Tableau 14 : taux de croissance moyen annuel de la masse, de la base monétaire et du multiplicateur.

	<i>1969-1979</i>				<i>1979-1989</i>				<i>1969-1989</i>			
	<i>M2</i>	<i>Base</i>	<i>m1</i>	<i>m2</i>	<i>M2</i>	<i>Base</i>	<i>m1</i>	<i>m2</i>	<i>M2</i>	<i>Base</i>	<i>m1</i>	<i>m2</i>
<i>Magreb</i>	12.57	11.75	5.61	0.77	-2.02	-3.40	-0.35	1.48	5.27	4.08	-0.23	1.18
<i>Algérie</i>	13.48	15.6	-2.11	-1.82	-1.71	-2.64	-0.21	0.98	5.88	6.38	-1.22	-0.45
<i>Maroc</i>	10.7	9.15	0.83	1.31	-2.28	-3.39	-0.63	1.14	4.21	2.82	0.11	1.28
<i>Tunisie</i>	13.53	10.51	18.12	2.82	-2.07	-4.18	-0.21	2.33	5.71	3.04	0.42	2.71
<i>Machrek</i>	8.23	5.04	0.85	3.01	2.58	-0.79	-1.43	3.50	5.61	2.18	-0.64	3.41
<i>Egypte</i>	6.51	3.84	1.06	2.57	3.94	0.12	-2.39	3.83	5.47	2.06	-1.36	3.35
<i>Jordanie</i>	9.95	6.23	0.63	3.45	1.21	-1.69	-0.46	3.17	5.75	2.29	0.08	3.47

Source : Calculs effectués à partir des Statistiques du Fonds Monétaire International.

Tableau 15 : Evolution des ratios de préférence pour la liquidité ( $c_1, c_2$ ) et des réserves.

	$c_1$			$c_2$			$r$		
	1969	1979	1989	1969	1979	1989	1969	1979	1989
Algérie	0.42	0.55	0.54	0.36	0.44	0.39	0.017	0.013	0.032
Maroc	0.48	0.43	0.42	0.39	0.33	0.26	0.080	0.064	0.095
Tunisie	0.37	0.35	0.36	0.28	0.22	0.17	0.080	0.039	0.028
Egypte	0.67	0.61	0.53	0.50	0.39	0.17	0.318	0.178	0.198
Jordanie	0.74	0.60	0.67	0.60	0.36	0.27	0.304	0.218	0.128

Source : Calculs effectués à partir des Statistiques du Fonds Monétaire International.

La lecture des tableaux ci-dessus nous permet de constater l'importance de la croissance monétaire au MMA. Le rythme de croissance des agrégats monétaires  $M1$ ,  $M2$  et de la base se divise, néanmoins, en deux périodes. Une période de croissance rapide (1969-1979) durant laquelle le taux de croissance moyen annuel de  $M2$  avoisinait les 10% pour l'ensemble de la région et une période de croissance lente à partir de 1979 au cours de laquelle le taux de croissance moyen n'a pas dépassait 1%. L'Algérie, l'Egypte et la Jordanie sont les trois pays de la région à enregistrer une forte croissance monétaire. La même évolution se lit dans le tableau des multiplicateurs. L'importance du rythme de croissance de la préférence pour la liquidité des agents peut expliquer celle de la croissance monétaire (Algérie, Jordanie). L'évolution des ratios  $c_1$  et  $c_2$  varie d'un pays à un autre mais nous pouvons dire que cette évolution était en moyenne stable pour le ratio  $c_1$  et avait une tendance à la baisse pour le ratio  $c_2$ .

La tendance du ratio des réserves semble avoir un lien causal avec la baisse du rythme de croissance de la monnaie au MMA à partir de 1979. En effet, ce ratio était beaucoup plus important, à partir de cette date, dans trois pays. Mais l'importance de ce ratio ne semble pas avoir eu un grand effet sur la baisse du stock monétaire en Egypte. Ce faible effet laisse penser que la politique des réserves obligatoires en Egypte est compensée par la croissance de la demande de refinancement des banques qui accélère la croissance de la base monétaire. La section suivante permettra de vérifier cette idée.



### 1.3.2.2 CONTRIBUTION DES DIFFERENTES VARIABLES A LA CROISSANCE MONETAIRE.

En plus de l'analyse de la variation des composantes de la masse monétaire citées ci-dessus ( $B$ ,  $c$  et  $r$ ), l'estimation des variables agissant sur l'accroissement monétaire tiendra compte du calcul de la variation des contreparties de la masse monétaire.

Tableau 16 : Décomposition de l'accroissement de M2 au MMA (1970-1980).

	Algérie		Maroc		Tunisie		Egypte		Jordanie	
	MDS \$	% M2	MDS \$	% M2	MDS \$	% M2	MDS \$	% M2	MDS \$	% M2
$\Delta M2$	1,46	100	0,12	100	0,08	100	0,74	100	0,05	100
$\Delta B$	0,72	49,11	0,04	34,21	0,02	20,49	0,34	46,54	0,02	36,65
$\Delta m^{23}$	0,74	50,89	0,09	73,56	0,06	79,51	0,39	53,46	0,03	63,35
$\Delta c$	0,01	0,59	-0,01	-4,72	-0,01	-8,74	-0,02	-2,08	-0,02	-43,08
$\Delta r$	0,74	50,30	0,09	79,14	0,07	88,24	0,41	55,54	0,05	106,43
$\Delta M_E^{24}$	0,54	36,64	0,002	-1,75	0,02	23,57	-0,53	-72,15	0,07	143,70
$\Delta M_{CE}^{25}$	1,10	75,50	0,18	153,48	0,01	16,21	3,60	488,39	0,02	31,17
$\Delta M_{CP}^{26}$	-0,18	-12,14	-0,05	-43,10	0,05	60,22	-2,33	-316,24	-0,04	-74,88

Source : Calculs effectués à partir des statistiques du Fonds Monétaire International.

Tableau 17 : Décomposition de l'accroissement de M2 au MMA (1980-1989).

	Algérie		Maroc		Tunisie		Egypte		Jordanie	
	MDS \$	% M2	MDS \$	% M2	MDS \$	% M2	MDS \$	% M2	MDS \$	% M2
$\Delta M2$	-0,34	100,00	-0,05	100,00	-0,02	100,00	0,57	100,00	0,01	100,00
$\Delta B$	-0,22	66,34	-0,02	52,51	-0,01	46,04	0,01	1,19	-0,01	-61,52
$\Delta m$	-0,11	33,66	-0,02	47,49	-0,01	53,96	0,56	98,81	0,02	161,52
$\Delta c$	-0,01	1,63	-0,01	15,65	0,00	24,34	-0,02	-3,82	-0,01	-84,83
$\Delta r$	-0,11	32,02	-0,01	31,84	-0,01	29,62	0,58	102,64	0,03	246,35
$\Delta M_E$	-0,24	72,06	-0,01	23,82	0,05	-265,69	0,36	63,46	0,06	587,04
$\Delta M_{CE}$	5,44	-1610,30	0,46	-1015,59	0,05	-258,46	16,49	2897,86	0,19	1748,06
$\Delta M_{CP}$	-5,53	1638,24	-0,50	1091,78	-0,12	624,16	-16,28	-2861,32	-0,24	-2235,10

Source : Calculs effectués à partir des statistiques du Fonds Monétaire International.

Les tableaux ci-dessus laissent percevoir les remarques suivantes :

<sup>23</sup>  $\Delta m = \Delta c + \Delta r$

<sup>24</sup>  $M_E$  correspond aux avoirs extérieurs nets.

<sup>25</sup>  $M_{CE}$  correspond aux crédits à l'Etat.

<sup>26</sup>  $M_{CP}$  correspond à l'économie.

La croissance du stock de monnaie pour la période 1970-1980 semble être imputable à celle du multiplicateur dans tous les pays du MMA. La croissance de la base joue aussi un rôle non négligeable en Algérie et en Egypte. A partir de 1980, le stock monétaire a commencé à baisser au Maghreb. Cette baisse est imputable à la fois à la baisse de la base et du multiplicateur monétaire. La variation de la base monétaire, s'explique par les variations à la hausse des crédits à l'Etat et les variations à la baisse des crédits à l'économie.

L'importance du multiplicateur sur les deux périodes revient au faible niveau de la préférence du public pour la liquidité. Le coefficient des réserves, semble jouer un grand rôle restrictif au MMA mais son action en tant de régulateur monétaire est beaucoup plus important au Machrek notamment sur la seconde période. La tendance de la préférence pour la monnaie centrale reste homogène dans tous les pays mais le coefficient des réserves varie sensiblement entre les deux régions.

L'analyse des déterminants de la croissance monétaire a permis d'obtenir des éléments de réponses aux causes de la croissance monétaire au MMA. Les variations du stock monétaire sont ainsi imputables à la variation de la base monétaire. Celle-ci a baissé dans tous les pays durant la décennie quatre-vingt. Les raisons de cette baisse sont liées notamment à la baisse des crédits à l'économie au profit des crédits à l'Etat. Les créances à l'Etat ont en effet, augmenté d'une façon vertigineuse durant la même période. Cette forte croissance laisse penser que la monnaie a été utilisée à des fins budgétaires. Afin de vérifier cette idée, nous analyserons les modes du financement budgétaire dans ces deux régions.

## ***2 LE FINANCEMENT MONETAIRE DU DEFICIT BUDGETAIRE AU MMA.***

L'Etat peut financer son déficit soit par création monétaire ou par emprunt interne et/ou externe. Les conséquences du déficit budgétaire dépendent de la méthode de son financement. L'utilisation excessive de chacun de ces instruments de financement conduit nécessairement à un déséquilibre macroéconomique, Easterly et Hebbel (1993). L'excès d'emprunt domestique conduit au gèle des crédits entravant ainsi l'investissement privé ; l'excès d'emprunt externe conduit au déficit de la balance des paiements et le financement monétaire conduit à l'inflation. Mais avant d'étudier le lien entre le solde budgétaire et la croissance monétaire au Maghreb et au Machrek,

il faudrait savoir quelle est la mesure du solde à considérer. Notre objectif n'est pas de discuter de la pertinence de ces mesures mais seulement de les définir afin que notre choix soit conforme à l'objectif que nous recherchons.

### **2.1 LES DIFFERENTES MESURES DU SOLDE BUDGETAIRE .**

Le choix d'une mesure du solde budgétaire va dépendre des effets macroéconomiques qu'exercerait ce solde sur certaines grandeurs économiques. Dans un pays où l'inflation est relativement élevée, la demande globale apparaît comme la principale grandeur. Le choix d'une mesure adéquate du solde budgétaire peut nous aider à expliquer la relation qui peut exister entre la croissance monétaire et le déficit budgétaire. Un bref rappel des différentes définitions du solde budgétaire va nous éclairer sur le choix de la mesure la plus pertinente pour notre étude.

Le solde conventionnel est obtenu par la différence entre l'ensemble des recettes et des dépenses budgétaires. Il permet de mesurer le besoin d'emprunt net de l'Etat. C'est aussi un bon indicateur de l'effort fourni par l'Etat afin de réduire les déséquilibres budgétaires notamment lors d'une politique de stabilisation. Mais le caractère endogène de cette mesure réduit quelque peu sa pertinence. En effet, selon Blejer et Cheasty (1991), le calcul de ce déficit tient compte des décisions passées en terme de politique budgétaire. Ces politiques sont, elles-mêmes, influencées par les fluctuations cycliques et conjoncturelles tels que la présence d'un pic inflationniste. C'est pourquoi le solde conventionnel est très souvent corrigé afin d'éliminer les éléments endogènes qui le composent. La suppression des paiements d'intérêts sur la dette interne et externe sont les principales corrections apportées au calcul de ce solde.

En effet, les dépenses au titre du service de la dette présentent comme principale caractéristique, des engagements financiers contractés afin de couvrir des déficits budgétaires antérieurs. Le solde primaire permet d'éliminer cet enchaînement. Il est obtenu par la différence entre les recettes et les dépenses totales sans tenir compte des paiements d'intérêts internes et externes. Il permet ainsi d'estimer la soutenabilité de la politique budgétaire engagée en évaluant l'action de l'Etat sur l'encours de la dette durant une année fiscale. Il permet aussi de savoir si la politique budgétaire de l'Etat est soutenable à long terme. Le solde primaire doit être excédentaire afin de permettre à l'Etat de faire face au paiement d'intérêt. Dans le cas contraire, l'Etat fera recours à l'endettement.

Le solde primaire ne tient pas compte, cependant, des paiements d'intérêt sur la dette publique, or l'inflation a tendance à gonfler ces paiements. Le solde opérationnel se définit par la somme du solde primaire et le paiement d'intérêt qui correspond à un revenu pour les créanciers. L'efficacité de la correction de ce solde dépend selon Tanzi, Blejer et Teijeiro (1987), de la façon dont les créanciers vont percevoir ces intérêts et les arbitrages qui en découlent entre la consommation et l'épargne. Si les agents sont victimes de l'illusion monétaire, ils vont considérer les intérêts comme un revenu et vont donc le consommer. Dans ce cas il n'y a pas lieu de corriger le déficit conventionnel. Or si les créanciers sont rationnels, ils vont considérer la partie des intérêts reçue comme le remboursement de leur capital qui s'est détérioré à cause de l'inflation. Ils vont alors épargner cette partie qui n'aura aucun effet sur la demande globale. L'autre partie des intérêts sera considérée comme un revenu et sera donc consommée.

Il apparaît à travers ces trois définitions que le solde opérationnel est le solde le plus utilisé lorsqu'on cherche à connaître l'effet du déficit budgétaire sur l'inflation. En nous basant sur l'hypothèse d'existence d'une relation étroite entre l'inflation et la croissance monétaire, le solde opérationnel devient le solde le plus pertinent dans l'analyse de la relation entre le déficit budgétaire et la croissance monétaire.

## ***2.2 LE DEFICIT BUDGETAIRE AU MAGHREB ET AU MACHREK.***

Selon les différentes mesures du solde budgétaire discutées plus haut, nous avons montré que la pertinence de chaque mesure découle de l'effet macroéconomique qu'elle exerce sur les grandeurs économiques recherchées. Comme l'objectif de notre étude est de chercher la relation entre le déficit budgétaire et la croissance monétaire, nous avons déduit que la mesure la plus pertinente pour nous serait celle du solde opérationnel. Mais avant de calculer ce solde, il est nécessaire de discuter succinctement de la définition de l'Etat en l'occurrence du secteur public que nous allons retenir.

Le choix d'une définition du secteur public n'est pas, en effet, sans importance. Plusieurs définitions peuvent être retenues. La définition du secteur public peut être prise dans un sens strict ou dans un sens plus large. Si nous ne tenons compte que du sens strict, seul le gouvernement central serait pris en considération.

L'élargissement de la définition peut se faire d'une façon partielle ou totale selon qu'on tienne compte du secteur public non financier (administrations locales, sécurité sociale, entreprises publiques non financières) et du secteur public financier (banque centrale et les banques commerciales publiques).

La mesure du solde budgétaire qui tient compte de la définition la plus large du secteur public est la mesure la plus précise de la position fiscale d'un pays donné. Mais les données sur le secteur public consolidé ne sont pas souvent disponibles et font souvent objet de mesures arbitraires différentes d'un pays à un autre ce qui réduit fortement l'utilité de la mesure. Il ne serait pas possible non plus, du moins dans cette étude, de ne tenir compte que du secteur public consolidé non financier car dans ce cas nous ne tiendrions pas compte des pertes de la Banque Centrale et des banques publiques suites au financement des activités d'investissement étatiques. La définition du secteur public que nous choisissons de retenir est celle du secteur public consolidé qui tient compte des secteurs publics non financiers et financiers. La disponibilité des données sur le secteur public consolidé au Machrek et au Maghreb nous a beaucoup aidé dans notre décision. Le solde budgétaire du secteur public consolidé ainsi retenu est représenté dans le tableau 18 ci-dessous.

*Tableau 18 : Les différents soldes budgétaires au MMA en pourcentage du PIB.*

<i>Egypte</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Solde conventionnel</i>	-6.39	-20.72	-13.78	-19.00	-20.05	-27.14	-15.24	-27.50	-24.06
<i>Païement d'intérêts</i>	2.72	3.01	5.24	6.58	7.42	9.14	11.00	14.16	18.01
<i>Solde primaire</i>	-3.67	-17.71	-8.54	-12.42	-12.64	-18.01	-4.24	-13.34	-6.05
<i>Jordanie</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Solde conventionnel</i>	-8.12	-8.99	-7.60	-9.79	-10.73	-9.11	-17.37	-14.60	-9.64
<i>Païement d'intérêts</i>	0.59	0.59	0.63	0.64	0.73	0.77	1.14	1.64	1.75
<i>Solde primaire</i>	-6.60	-7.58	-5.41	-6.94	-7.04	-5.05	-12.09	-7.41	0.04
<i>Solde opérationnel</i>	-6.01	-7.00	-4.72	-6.26	-6.24	-4.26	-11.18	-6.27	1.25
<i>Algérie</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Solde conventionnel</i>	11.35	0.87	-1.79	3.70	2.06	-6.11	-3.94	-8.69	-2.35
<i>Maroc</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Solde conventionnel</i>	-13.36	-13.45	-9.72	-8.56	-11.92	-15.02	-8.89	-7.39	-12.59
<i>Païement d'intérêts</i>	0.59	0.58	0.69	0.68	0.80	0.79	0.92	1.13	1.22
<i>Solde primaire</i>	-9.66	-9.47	-5.23	-2.94	-4.04	-5.26	0.21	4.56	1.51
<i>Solde opérationnel</i>	-9.07	-8.89	-4.53	-2.26	-3.23	-4.47	1.12	5.69	2.73
<i>Tunisie</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Solde conventionnel</i>	-2.53	-6.67	-11.02	-7.38	-0.54	-11.40	-8.75	-7.85	-9.89
<i>Païement d'intérêts</i>	0.34	0.34	0.34	0.38	0.43	0.48	0.47	0.49	0.53
<i>Solde primaire</i>	-0.98	-4.37	-8.17	-3.63	-3.99	-6.18	-2.53	-1.23	-2.28
<i>Solde opérationnel</i>	-0.64	-4.03	-7.83	-3.25	-3.56	-5.70	-2.06	-0.74	-1.75

Source : Banques Centrales et Centres Nationaux de Statistiques des pays considérés.

Le déficit conventionnel a été calculé par la différence entre les recettes totales (y compris les dons) et les dépenses totales (y compris les prêts). Le solde primaire est égale au solde conventionnel auquel nous avons retranché les versements d'intérêts sur l'ensemble de la dette interne et externe. Le solde opérationnel comprend le solde primaire et les paiements d'intérêts sur la dette publique intérieure. Les intérêts intérieurs ont été calculés en appliquant à la dette publique de tous les pays un taux réel fixe de 4%. Bien que ce calcul semble arbitraire, il n'est cependant pas loin de la réalité étant donnée que dans ces pays, les taux appliqués aux titres publics étaient fixés par l'Etat et ne dépassaient pas en moyenne les 5%.

La première lecture du tableau nous permet de remarquer une généralisation du déficit conventionnel pour l'ensemble des pays du MMA sauf pour l'Algérie et ce jusqu'en 1985. En effet l'Algérie est le seul pays à enregistrer des soldes conventionnels positifs en raison de l'importance des recettes d'exportations notamment celles des hydrocarbures. La tendance de ce solde s'est inversé suite au choc pétrolier de 1986 qui a réduit ces recettes. L'importance des déficits conventionnels au MMA vient de la croissance continue des paiements d'intérêts qui représentent une part importante dans la gestion des finances publiques. En effet, ces intérêts ont été évalués à 6% du PIB entre 1981-1989 pour les pays dont les données ont été disponibles. Le poids de ces intérêts dans le budget va de pair avec la taille du pays soit 7% en moyenne pour l'Egypte et le Maroc et 4% pour la Tunisie et la Jordanie. Le solde opérationnel n'est pas très différent du solde primaire notamment en Tunisie où le solde opérationnel est resté négatif malgré une légère amélioration durant les années 1988 et 1989. Le même scénario se retrouve au Maroc et en Jordanie dont les intérêts en pourcentage du produit ont enregistré une croissance progressive sur toute la période ce qui a permis l'amélioration du solde opérationnel.

Ainsi, en présence d'une inflation modérée, le solde opérationnel ne présente pas une grande différence avec le solde primaire. Cette différence est plus apparente dans le cas d'une hyper-inflation. Mais la présence d'un taux d'inflation modéré n'exclut pas l'influence de ce dernier sur l'évolution des soldes budgétaires. Il en va de même pour la croissance de la masse monétaire. En effet, le recours à des solutions monétaires pour corriger les problèmes budgétaires est une des principales causes de la croissance de l'inflation.

### **2.3 MODE DE FINANCEMENT DES DEFICITS BUDGETAIRES AU MMA.**

Sur la base du mode de financement des agents économiques, Hicks (1974) a permis de distinguer entre les économies d'endettement et les économies de marchés financiers. Le choix entre le financement obligataire et le financement monétaire dépend en partie du type de système financier qui existe dans ces deux économies. Dans les économies de marché, la finance directe permet aux offreurs et aux demandeurs de capitaux de se confronter directement sans passer par des intermédiaires. A travers l'émission de titres, les demandeurs peuvent collecter le financement dont ils ont besoin.

Dans une économie d'endettement les emprunteurs font appel au secteur bancaire pour leur besoin de financement. Cette méthode de finance indirecte repose sur l'intervention des intermédiaires financiers. Dans ce type de système, le financement des investissements publics bénéficie généralement d'un accès privilégié aux crédits bancaires en raison notamment de l'absence de marchés financiers de titres privés. Par ailleurs, le secteur bancaire constitue une source de financement non négligeable pour l'Etat lorsque celui-ci a besoin de combler ses besoins de financement. L'accès de l'Etat aux ressources bancaires lui est possible dans la mesure où le secteur bancaire est un secteur étatique qui dépend essentiellement du refinancement de la Banque Centrale. Le système économique au MMA, comme il a été montré plus haut, semble présenter les caractéristiques d'une finance indirecte où l'Etat monopolise tout le système financier. Cette situation de monopole peut se voir à travers l'analyse du mode de financement du budget.

L'analyse de la structure de financement du déficit budgétaire au Maghreb et au Machrek a été possible grâce au tableau 20 ci-dessous qui nous donne la répartition du financement domestique par type de créancier. Les données ont été calculées en pourcentage du financement total sur la période 1981-1989. La lecture de ce tableau permet de voir que les deux principaux pays exportateurs de pétroles, l'Algérie et l'Egypte, faisaient plus appel à la Banque Centrale pour le financement de leur budget. Nous pouvons même dire que le financement du budget en Egypte reposait sur les ressources de la Banque Centrale dont l'intervention n'a pas cessé de s'accroître à travers les années.

Tableau 29 : Structure de financement du déficit budgétaire en pourcentage du financement total.

<i>Egypte</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	33,30	15,05	13,96	7,89	14,31	4,79	12,06	-6,72	-10,30
<i>2-domestiquee</i>	66,70	84,95	86,04	92,11	85,69	95,21	87,94	106,72	110,30
<i>2-1 non bancaire</i>	15,88	5,29	12,01	13,01	10,03	17,70	12,55	21,82	19,00
<i>2-2 bancaire</i>	46,44	12,16	24,87	13,72	7,33	-1,22	-6,58	-7,65	-5,09
<i>2-3 Banque Centrale</i>	4,38	67,50	62,56	75,72	81,68	89,39	105,59	107,32	115,32
<i>Jordanie</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	60,83	51,23	41,57	75,52	91,46	66,31	17,05	5,09	68,88
<i>2-domestiquee</i>	39,17	48,77	58,43	24,48	8,54	33,69	82,95	94,91	31,12
<i>2-1 non bancaire</i>	-7,69	12,22	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-2,80
<i>2-2 bancaire</i>	30,74	0,58	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	15,14
<i>2-3 Banque Centrale</i>	16,12	35,96	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	18,78
<i>Maroc</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	67,41	60,87	42,84	78,66	47,81	-1,90	14,25	61,43	36,68
<i>2-domestiquee</i>	32,59	39,13	57,16	21,34	52,19	101,90	85,75	38,57	63,32
<i>2-1 non bancaire</i>	-2,37	17,69	-30,12	-10,69	9,67	66,80	69,47	-36,52	20,37
<i>2-2 bancaire</i>	12,49	9,78	43,24	12,44	41,93	60,65	44,89	61,24	42,85
<i>2-3 Banque Centrale</i>	23,39	14,52	44,04	19,59	0,59	-25,55	-28,61	13,85	0,10
<i>Tunisie</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	103,03	70,73	61,92	47,77	56,07	48,53	14,33	51,82	28,55
<i>2-domestiquee</i>	-3,03	29,27	38,08	52,23	43,93	51,47	85,67	48,18	71,45
<i>2-1 non bancaire</i>	-11,09	13,52	28,42	24,28	16,54	22,60	47,90	28,30	46,19
<i>2-2 bancaire</i>	55,83	23,18	11,03	23,92	33,74	25,43	33,43	15,05	21,38
<i>2-3 Banque Centrale</i>	-47,77	-7,43	-1,37	4,04	-6,35	3,44	4,34	4,83	3,89
<i>Algérie</i>	<i>1981</i>	<i>1982</i>	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	n.a	n.a	n.a	-0,06	0,18	0,19	1,87	1,39	5,68
<i>2-domestiquee</i>	n.a	n.a	n.a	100,30	99,88	99,81	98,13	98,61	94,32
<i>2-1 non bancaire</i>	n.a	n.a	n.a	50,59	86,58	26,53	27,20	32,13	10,23
<i>2-2 bancaire</i>	n.a	n.a	n.a	49,71	13,30	73,28	70,93	66,48	84,09
<i>dont Banque Centrale</i>	n.a	n.a	n.a	44,80	9,95	44,67	42,09	31,93	55,23

Source: Government Finance Statistics Yearbook.

En Algérie, l'intervention de la Banque Centrale est restée en moyenne de 40% du financement totale. Le reste du financement était réparti entre le secteur bancaire et non bancaire mais la contribution des Banques était plus importante. Dans les autres pays, le financement budgétaire reposait plus sur la dette extérieure comme le montre bien le cas du Maroc et de la Tunisie. L'intervention des autorités monétaires est restée ponctuelle (Maroc). Le reste du financement était partagé selon les pays entre les



banques et le financement obligataire. Ce dernier a commencé à augmenter progressivement au Maroc et en Tunisie suite à la mise en place des réformes financières vers la seconde moitié de la décennie quatre-vingt.

Le manque de données sur la répartition du financement budgétaire en Jordanie ne nous permet pas de connaître l'importance du financement de chaque secteur ; mais le faible niveau de financement externe durant les années 1987 et 1988 et l'importance du taux d'inflation durant ces deux années laisse penser que le financement monétaire était important<sup>27</sup>.

L'analyse de la structure de financement budgétaire au MMA a permis ainsi de révéler que le secteur bancaire était un des principaux intervenants dans le financement du budget. Ce dernier reposait totalement ou partiellement soit sur la participation de la Banque Centrale (Algérie et Egypte) ou de la Banque Centrale et des Banques locales (Jordanie, Tunisie et Maroc). Malgré la croissance du financement obligataire dans certains pays (Tunisie et Maroc), la participation du secteur bancaire restait importante (Maroc). Le reste du financement était compensé par le recours à l'endettement extérieur.

## **CONCLUSION :**

Nous avons essayé tout au long de ce chapitre d'analyser la répression financière au MMA à travers les instruments et les indicateurs qui la caractérisent. Notre objectif était de mesurer le degré de répression financière et ses effets sur le développement financier. La méthodologie que nous avons choisi a consisté à suivre une démarche progressive qui s'est basée sur l'identification des instruments de répression utilisés par ces pays ainsi que la mesure du niveau du développement financier.

Ainsi, le système financier au MMA était assujetti à la politique des réserves obligatoires non rémunérées et au contrôle direct de crédit qui se distinguait par des taux préférentiels au profit des secteurs prioritaires. La principale conséquence de cette politique est apparue à travers la baisse du niveau de développement du système

financier. Cette baisse se caractérisait par une épargne liquide et une dynamique bancaire très faible ainsi qu'une faible diversification des actifs financiers. Par contre la répression financière n'a pas eu des effets négatifs importants sur les crédits privés dont le ratio (CP/CI) était comparable à celui des pays développés.

Une économie réprimée ne se caractérise pas seulement par la répression des taux ou le faible développement de son système financier. Les analyses économiques ont bien montré que dans une telle économie les taux d'inflation et la croissance monétaire sont généralement élevés. De même, le financement du déficit budgétaire puise ses ressources de l'émission monétaire. C'est la raison pour laquelle nous avons orienté notre recherche dans la deuxième section vers l'analyse des pressions inflationnistes au MMA. Pour cela nous avons examiné la relation entre l'inflation et la croissance monétaire à travers le test de causalité de Granger. Les résultats de ce test n'étaient pas concluants. Nous avons trouvé en effet, une relation de causalité entre les deux variables par région, mais l'application du même test par pays n'a révélé cette relation que pour l'Algérie et la Jordanie.

L'existence de cette relative relation de causalité, nous a poussé à approfondir notre analyse afin de voir comment la monnaie affecte-t-elle l'inflation. Pour cela nous avons étudié les déterminants de la masse monétaire dans ces deux régions. Les résultats que nous avons obtenus ont révélé que les variations de la masse monétaires étaient imputables à celles de la base. Les variations de la base sont liées à la fois à la croissance des crédits à l'Etat et à la baisse des crédits à l'économie.

La dernière étape de notre analyse a consisté à étudier la structure de financement du déficit budgétaire. Cette étude nous a été possible en faisant une répartition des modes de financement budgétaire par type de créancier. Nous avons ainsi constaté que le secteur bancaire était un des principaux intervenants dans le financement budgétaire dans ces pays. La part de la Banque Centrale dans ce financement était plus importante en Egypte et en Algérie alors que dans les autres pays le financement budgétaire était partagé entre la Banque Centrale et les banques locales.

---

<sup>27</sup> Les pratiques bancaires trop risquées des banques jordaniennes ont poussé la Banque Centrale à injecté sur le marché bancaire environ 500 millions de dollars soit 10% du PIB en 1989 sous forme de facilités de caisse. Cette injection s'est reflétée dans la croissance de la masse monétaire (de 15% par rapport à 1988) et a créé ainsi de fortes tensions inflationnistes, voir chapitre 5.

Ce chapitre a permis ainsi de mettre en lumière les caractéristiques de la répression financière au MMA. L'administration des taux d'intérêt au-dessous du niveau du marché ainsi que le contrôle direct de l'intermédiation financière a constitué une entrave au développement du système financier. Par ailleurs, le financement monétaire du déficit budgétaire a accéléré les pressions inflationnistes et a entraîné l'Etat dans une situation économique difficile à gérer. Celle-ci était caractérisée par des taux d'inflation élevés, des déficits budgétaires accentués et une forte croissance monétaire en raison, notamment, de la participation du secteur bancaire dans le financement du déficit budgétaire. Le chapitre suivant montrera, par un modèle théorique et une estimation économétrique, Comment l'Etat, par la recherche de ressources financières nécessaires à ses dépenses, est arrivé à entraver l'activité du système financier.



## **ANNEXE I : LES PRINCIPAUX INDICATEURS DE DEVELOPPEMENT AU MMA.**

Considérés comme des pays à revenus intermédiaires, les pays du Maghreb et du Machrek arabe (MMA) couvrent une région qui s'étend des côtes atlantiques à l'Ouest jusqu'à l'Asie à l'Est, longeant ainsi le littoral sud méditerranéen au Nord et le Sahara au Sud soit une superficie de 4.083.000 km<sup>2</sup> (1,65 fois la surface de l'Union Européenne et 7,4 fois la surface de la France). La population totale de cette région a atteint 142 millions d'habitants en 2002 soit 2,29% de la population mondiale. La position géographique et stratégique de la région ainsi que le potentiel humain qu'elle détient, fait d'elle un important acteur dans les relations économiques et financières avec l'étranger notamment avec les pays industrialisés.

*Tableau 1: structure du produit intérieur brut.*

	PIB en millions de dollars	Agriculture En% du PIB	Industrie En% du PIB	Services En% du PIB	Taux de croissance moyen (1990-2002)	Taux de croissance 2003
Algérie	55914	10	53	37	0,3	6,8
Maroc	36093	16	30	54	0,8	5,5
Tunisie	21024	10	29	60	3,1	6
Egypte	89854	17	33	50	2,5	3,1
Jordanie	9301	2	26	72	0,9	3
U. Européenne	6648492	2	28	70	1,7	
R. intermédiaire	5139306	9	34	54	2	

Source : Banque Mondiale : World Development Indicators (2004).

Avec des ressources naturelles importantes composées essentiellement de pétrole, de gaz naturel et de phosphate, la région du MMA se caractérise par sa grande disparité au niveau de la superficie, la population et de la répartition des ressources naturelles. La surface de l'Algérie dont les 2/3 sont composés de désert fait 26 fois la surface de la Jordanie alors que l'Egypte compte 70,5 millions d'habitants (en 2002) soit 48% de la population totale de la région. La Jordanie est le pays le plus petit de la région en terme de surface et de population puisqu'il ne compte que 5,3 millions d'habitants (en 2002) pour une superficie de 89000 km<sup>2</sup>.

La population du MMA, dont la moitié est urbaine, est caractérisée par sa forte progression. Le taux de croissance moyen annuel de la population a été estimé à 2,25% entre 1975 et 2002 soit 1,6 fois plus que le taux de croissance des pays à revenu intermédiaire et 3,75 fois plus que le taux de croissance des pays de l'OCDE. Ce taux est comparable dans presque tous les pays sauf en Jordanie où il est estimé à 3,7% sur la même période. Cette forte croissance fait du MMA un important détenteur de potentiel humain. En effet, plus de la moitié de la population de cette région a moins de 15 ans.

*Tableau 2 : Principaux indicateurs sur la population au MMA.*

Pays	Superficie en milliers de km <sup>2</sup>	Population totale en millions	Taux de croissance moyen annuel de la population (1975-2002)	Population urbaine en pourcentage de la population totale	Densité (population/km <sup>2</sup> )
Algérie	2382	31,3	2,5	58,3	13
Maroc	447	30,1	2	56,8	66
Tunisie	164	9,7	2	63,4	63
Egypte	1001	70,5	2,2	42,1	67
Jordanie	89	5,3	3,7	78,9	58
OCDE à revenu élevé	32397	911 ?6	0,6	77,3	31
Revenu intermédiaire	67886	2720,7	1,4	61	77
UE	2474	305	n.a	n.a	125

*Source : PNUD, rapport mondiale sur le développement humain (2004)*

*Banque Mondiale : World Development Indicators (2004).*

Cette forte progression augmente la demande de travail et par conséquent le chômage dont le taux dépasse le taux des pays à revenu intermédiaires et de l'Union européenne<sup>28</sup> (29,8% de la population active en Algérie en 2002 contre 5,4% en Jordanie). La faible offre de travail privilégie la main d'œuvre masculine négligeant ainsi la participation de la femme dans le marché de travail. La faible participation féminine (22,7% de chômage féminin contre 5% de chômage masculin en Egypte en 2002) s'explique, en plus des contraintes économiques, par des considérations traditionnelles et religieuses qui conditionnent le travail de la femme et limitent sa participation dans des secteurs bien déterminés notamment le secteur des services. En effet, la participation de la femme a été estimée à 54% du total de la main d'œuvre dans le secteur des services au Maroc et en Egypte entre 1995 et 2002.

Les indicateurs relatifs au développement des ressources humaines sont plus ou moins satisfaisants. Le taux de mortalité infantile est en continuelle baisse puisqu'il a été estimé à 32 pour mille en 2002 contre 36 pour 1000 en 1997. Cette baisse a été cependant, différente selon les pays. Ce taux a été en nette amélioration en Egypte alors qu'il s'est dégradé en Algérie. L'espérance de vie à la naissance en 2002 a nettement baissé par rapport à 1997 dans tous les pays notamment en Tunisie. Seule l'Egypte fait exception avec une légère amélioration.

*Tableau 3 : Indicateurs de Développement humain.*

	PIB par habitant en \$		Taux de mortalité infantile pour 1000 enfants		Espérance de vie à la naissance	
	1997	2002	1997	2002	1997	2002
Algérie	1549	1785	1997	2002	1997	2002
Maroc	1320	1218	32	39	71	69,7
Tunisie	2145	2149	51	39	67	52,9
Egypte	1254	1354	30	21	70	55,6
Jordanie	1182	1799	51	35	67	68,8
OCDE	n.a	29000	29	27	71	56,5
Revenu intermédiaire	n.a	5908	n.a	5	n.a	70,4

*Source : PNUD, rapport mondiale sur le développement humain (2004)*

*Banque Mondiale : World Development Indicators (2004).*

L'amélioration des indicateurs du développement humain semble avoir un effet positif sur la pauvreté qui a reculé dans tous les pays du MMA (12% en 2002 contre 17% en 1997). La population pauvre est plus importante dans les zones rurales comme le montre le tableau 4.

<sup>28</sup> Le taux de chômage en 2002 était de 9,8% en Union Européenne et de 4,8 dans les pays à revenu intermédiaire.

Tableau 4 : Indicateur de pauvreté au MMA.

	Population en dessous du seuil de pauvreté en pourcentage de la population totale (vivant avec – 1\$ par jour) * 1989-1994			Population en dessous du seuil de pauvreté en pourcentage de la population totale (vivant avec –1\$ par jour)* 1990-2001		
	Rurale	Urbaine	Totale	Rurale	Urbaine	Totale
Algérie	30,3	14,7	22,6	16,6	7,3	12,2
Maroc	18	7,6	13,1	27,2	12	19
Tunisie	13,1	3,5	7,4	13,9	3,6	7,6
Egypte	23,3	22,5	22,9	n.a	n.a	16,7
Jordanie			15	n.a	n.a	11,7

\*Les estimations sont celles de la dernière année disponible pour la période.

Source : PNUD, rapport mondiale sur le développement humain (2004)

Banque Mondiale : World Development Indicators (2004).

Au niveau de l'éducation, les statistiques ont enregistré un taux inquiétant d'analphabétisation estimée à 32,28% en 2002 contre 37,42% en 1997 (pour une population au-dessus de 15 ans). Bien que ce taux semble être en baisse, les chiffres enregistrés restent élevés. Ce taux reste très disparate d'un pays à un autre et varie entre 49,2 % au Maroc à seulement 9,1% en Jordanie. Ce taux est cependant beaucoup plus important pour les femmes notamment au Maroc où il est à plus de 60%.

Tableau 5 : Indicateurs du niveau d'éducation.

	Taux d'alphabétisation des adultes			Taux brut de scolarisation (du primaire au supérieur)		
	Masculin	Féminin	Total	Masculin	Féminin	Total
Algérie	59,6	78	68,8	72	69	70
Maroc	63,3	38,8	50,8	61	52	57
Tunisie	83,1	63,1	73,1	74	75	75
Egypte	67,2	43,6	55,4	80	72	76
Jordanie	95,5	85,5	90,5	76	77	77
OCDE	n.a	n.a	n.a	93,40	89,29	91,34
R.intermédiaire	92	83	87,5	n.a	n.a	71
Pays arabes	76	55	65,5	n.a	n.a	60

Source : PNUD, rapport mondiale sur le développement humain (2004)

Banque Mondiale : World Development Indicators (2004).



L'important taux d'analphabétisation au MMA nous laisse perplexe devant les résultats obtenus en terme de scolarisation. Le taux total de scolarisation du primaire au supérieur n'a pas cessé en effet, de s'améliorer durant la décennie quatre-vingt et quatre vingt-dix jusqu'à atteindre le seuil de 74%. Ce taux baisse si nous incluons le Maroc où le niveau d'éducation reste faible par rapport à ses voisins. Le taux de scolarisation au primaire est beaucoup plus important puisqu'il a été estimé à 92,2% entre 1999 et 2002.

Au niveau géopolitique, la situation géographique des pays du MMA, ajoutée à l'instabilité politique dans certains pays de la région (Algérie, Egypte), place la sécurité parmi les premiers objectifs des autorités politique. Les dépenses militaires sont ainsi très élevées. Elles ont constitué un peu plus de 4% du PIB pour l'ensemble des pays du MMA pour l'année 2002. La Jordanie est le pays qui consacre le plus d'argent pour son avec des dépenses estimées à 8,4% du PIB contre 2% seulement en Tunisie sur la même année. L'importance de ces dépenses s'explique notamment par la situation géographique très instable de ce pays qui fait face aux effets du conflit israélo-palestinien qui l'oblige à se préparer à des éventuelles attaques de la part de ses voisins. En plus de l'instabilité géographique, certains pays du MMA vivent une grande instabilité interne en raison de conflits politiques ou religieux (Algérie) ce qui les placent dans la catégorie des pays les plus risqués. L'indice de risque international par pays indique un taux peu satisfaisant pour l'Algérie (52%)<sup>29</sup>.

En dépit des problèmes climatiques qui caractérisent cette région: faiblesse des ressources en eau, sécheresse, désertification et manque de terres arables (par exemple la surface cultivable est de 2,8% en Egypte et de 3,2% en Algérie en % de la surface totale), les pays du MMA bénéficient d'une panoplie de ressources naturelles tels que le pétrole, le gaz naturel et la phosphate<sup>30</sup>.

L'Algérie, le Maroc et la Jordanie comptent ensemble 1/3 de la production mondiale en phosphate. Le Maroc détient à lui seul 40% des réserves mondiales. Ces ressources font de la région du MMA un important exportateur en ressources naturelles (95% des recettes en devises découlent des exportations du pétrole et du gaz naturel en Algérie) ce qui la rend très vulnérable aux fluctuations des prix mondiaux.

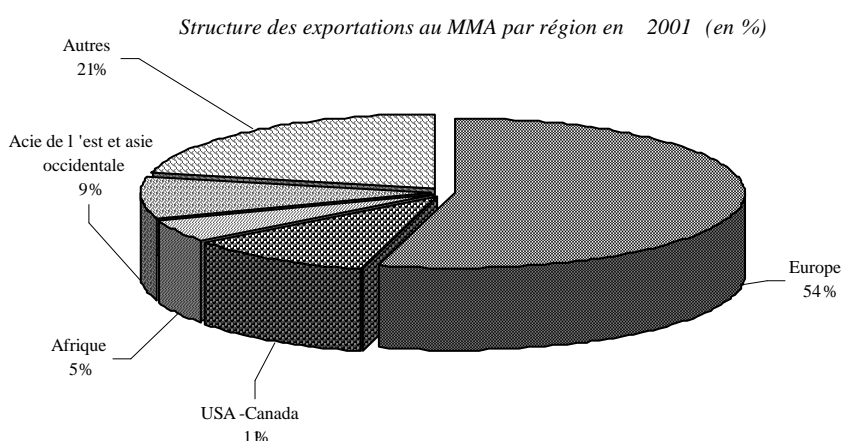
---

<sup>29</sup> International Country Risk Guide (ICRG) est un indice synthétique calculé chaque mois sur la base de 22 éléments regroupés en 3 catégories (Politique, finance et économie). La valeur de l'indice est comprise entre 0 et 100. Plus l'indice est faible plus le risque est élevé. Les valeurs rapportées pour l'Algérie sont celles de février 99.

<sup>30</sup> Les autres ressources sont: la potasse (Jordanie) et le Cotton (Egypte).

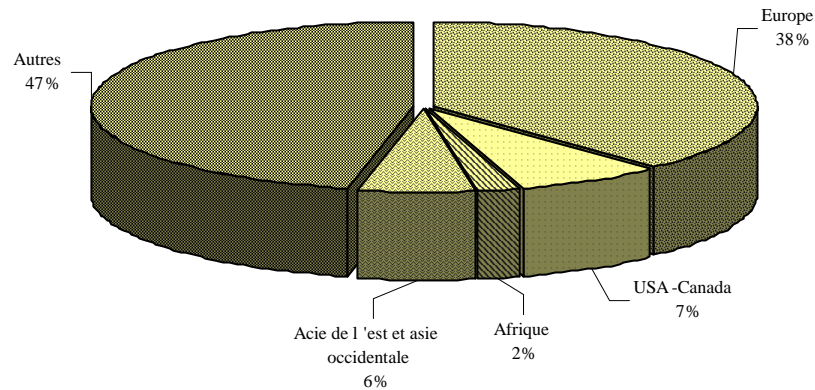
L'importance des exportations (7% des exportations des pays à revenu intermédiaire tranche supérieure en 2002) ainsi que les effets positifs des réformes économiques adoptés durant la décennie quatre-vingt-dix, ont permis aux pays du MMA de présenter un PIB de 212.186 millions de dollars en 2002 soit 12,41% du PIB des pays à revenu intermédiaire tranche supérieure. L'Egypte, le pays qui présente le PIB le plus élevé, compte à lui seul 42,34% du PIB de la région MMA (la part de la Jordanie n'est que de 4,38%).

Au niveau externe, les relations commerciales des pays du MMA avec l'étranger, bien que très diversifiées, semblent avoir une préférence pour l'Europe avec 54% des exportations et 38% des importations en 2001. les Etats Unis d'Amérique et le Canada viennent en seconde position avec 10,6% des exportations et 7,24% des importations pour la même année. L'activité d'exportation repose essentiellement sur les combustibles (98,1% pour l'Algérie en 2000 et 36,9% pour l'Egypte en 1999), les produits manufacturiers (77% pour la Tunisie, 66% pour la Jordanie et 64% pour le Maroc en 2001, ) et quelques produits agricoles (21% pour la Maroc en 2001). Les importations se limitent aux produits alimentaires (13,7 pour le Maroc en 2000) et les produits manufacturiers (75% pour la Tunisie, 67% pour l'Algérie, 63% pour le Maroc en 2000 et 62% pour la Jordanie en 2001).



Source : World Development Indicators (2004)

Structure des importations au MMA par région en 2001 (en %)



Source : World Development Indicators (2004)

Malgré ces indicateurs économiques plus ou moins satisfaisants, les pays du MMA souffrent de la lourdeur de leur dette extérieure qui, malgré sa baisse par rapport aux années quatre-vingt-dix, reste très élevée (43% du PIB en 2002 contre 69,38% en 1990). Des performances ont pourtant été observées au niveau du paiement du service de la dette qui a baissé de moitié entre 1990 et 2002 (6,3% du PIB contre 11,08). Cette baisse revient notamment à l'annulation d'une partie de la dette extérieure de l'Égypte et de la Jordanie par les États Unis suite aux aides qu'elle a reçues par ces deux pays pendant la guerre du Golfe.

Cette baisse revient aussi à la signature de plusieurs accords de rééchelonnement de la dette avec le Fonds Monétaire International et le Club de Paris : Algérie (1994, 1995, 1997), Égypte (1991), Jordanie (1989, 1992 et 1994) et Maroc (1990 et 1992). Le Maroc est le seul pays de la région dont le service de la dette a augmenté sur la même période (6,9% du PIB en 1990 contre 10,2% en 2002).

Tableau 6: Dette extérieure au MMA.

	Dette Extérieure en millions de dollars		Service de la dette en % du PIB	
	1990	2002	1990	2002
Algérie	28.149	22.800	14,2	7,5
Maroc	25.017	18.601	6,9	10,2
Tunisie	7.690	12.625	11,6	6,8
Egypte	33.017	30.750	7,1	2,3
Jordanie	8.333	8.094	15,6	6,3
Pays arabes	n.a	n.a	4	2,3
Revenu intermédiaire	n.a	n.a	3	6,3

Source : PNUD, rapport mondiale sur le développement humain (2004)

Banque Mondiale : World Development Indicators (2004).

Les politiques économiques adoptées par les pays du MMA depuis les années soixante, les a placées en marge de l'intégration économique internationale. La faiblesse de leur performance économique, le faible niveau de leur épargne nationale (18,4% du PIB en 2002 contre 17,6% en 1990), par rapport aux pays à revenu comparable (25% du PIB en 2002 pour les pays à revenu intermédiaire tranche supérieure), le déficit de la balance des paiements, nécessite d'eux de grands efforts de réformes qui s'appuient, entre autres, sur l'allègement de l'interventionnisme de l'Etat du secteur marchand et l'encouragement de l'initiative privée.



### **CHAPITRE 3 : UNE ANALYSE ECONOMETRIQUE DE L'EFFET DE LA REPRESSION FINANCIERE SUR LE SYSTEME FINANCIER AU MMA.**

L'objectif de la première partie de cette thèse 2 était de discuter de l'évolution théorique et empirique de la théorie de la libéralisation et de faire apparaître les faits stylisés de la répression financière au MMA. Nous avons pu démontrer à travers une analyse statistique que la politique de contrôle direct du système financier avait pour conséquence un faible approfondissement financier qui a été accentué par la croissance de l'inflation. Cette dernière a été stimulée par la croissance monétaire qui avait pour origine le financement du déficit budgétaire.

Dans ce chapitre nous visons un objectif plus précis. Nous voulons montrer, par une démarche analytique et économétrique, l'effet de la répression financière sur le système financier. Cet effet apparaîtra à travers la fonction de demande de monnaie des agents et les fonctions d'offre de dépôts et de crédits des banques. Nous montrerons par la suite comment l'Etat arrive, par cette politique, à extraire des recettes conséquentes de seigneurage.

#### **SECTION 1 : METHODE D'ANALYSE ECONOMIQUE**

L'objectif de cette section est de présenter un modèle théorique qui montre la relation entre la répression financière, le système financier et le seigneurage. L'idée de ce modèle vient des différentes observations sur les pratiques de contrôle direct du système financier dans les pays en développement et leurs effets négatifs sur son développement. Plusieurs arguments ont été avancés afin de justifier l'interventionnisme accru de l'Etat. Parmi ces arguments on note l'idée selon laquelle l'Etat a besoin de maintenir un contrôle strict sur la réglementation bancaire afin de permettre aux autorités monétaires de contrôler l'offre de monnaie. Le deuxième argument fait apparaître l'idée de l'Etat bienfaisant. En effet, l'Etat intervient dans le système financier en supposant qu'il est mieux placé que le secteur privé pour connaître et sélectionner les investissements les plus profitables à la société. Il est ainsi le seul acteur à pouvoir allouer, de façon optimale, l'épargne qui lui est nécessaire. Enfin, la répression financière est identifiée par la présence de taux d'intérêt plus faible que ceux du marché ce qui permet à l'Etat de réduire le coût de sa dette.

Notre objectif n'est pas de discuter de la validité ou non de ces arguments mais d'analyser l'effet de cette politique sur le système financier. L'idée que nous avançons est que le système financier est considéré par l'Etat comme un système facile à contrôler et par lequel il peut extraire d'une façon aisée les ressources qui lui sont nécessaires pour ses besoins budgétaires.

Le modèle que nous proposons dans ce sens est un modèle à trois secteurs dans lequel l'Etat est le principal acteur. L'Etat intervient dans le système en introduisant des règles relatives à sa politique de contrôle monétaire direct telles que la fixation des taux d'intérêt à des niveaux plus faible que ceux du marché, une politique direct de crédit, une politique de bonification des taux débiteurs pour les projets jugés prioritaires et/ou une politique des réserves obligatoires non rémunérées

## **1. CONSTRUCTION DU MODELE .**

### **1.1 REPRESSION FINANCIERE ET DEMANDE DE MONNAIE .**

En suivant la démarche de Sidrauski (1967) et de Roubini et S.I Martin (1992), nous supposons un environnement dans lequel vivent des individus identiques qui présentent une fonction d'utilité composée uniquement de biens de consommation et de stock monétaire.

$$U = \int_0^{\infty} e^{-\rho t} [\ln c(t) + \beta(E) \ln m(t)] dt \quad (1)$$

U est fonction d'utilité intertemporelle. La fonction U est concave et continue<sup>31</sup>.

$\rho$  est le taux d'escompte.

$c(t)$  est la consommation en termes réels.

$m = \frac{M(t)}{P(t)}$  ou P représente le niveau des prix et M la masse monétaire en termes

nominaux.

$m(t)$  représente les encaisses monétaires réelles.

---

<sup>31</sup>  $U'(c,m) > 0$  et  $U''(c,m) < 0$

E est une variable qui reflète le niveau d'interventionnisme de l'Etat dans le secteur financier. Nous appellerons le contrôle de l'Etat sur le système financier : répression financière. E est utilisé pour capter les effets « technologiques » de la répression sur les services rendus par la monnaie aux consommateurs.  $\beta$  est un paramètre qui reflète ces aspects technologiques. Afin d'exprimer ces effets, nous choisissons d'introduire E dans la fonction d'utilité à côté de la monnaie.

$$\beta'(E) < 0 \text{ et } \beta''(E) > 0.$$

La fonction d'utilité inter-temporelle de la consommation et de la monnaie a déjà été utilisée par Roubini et S.I Martin (1992). Ces deux auteurs utilisent une forme plus complexe de la fonction d'utilité afin de montrer l'effet de la répression financière sur la croissance économique<sup>32</sup>. Ils supposent que la monnaie est une fonction décroissante du degré de la sophistication financière, c'est à dire que plus le système financier est développé, (présence de distributeurs automatiques de billets et de cartes de crédits), plus les bénéfices marginaux liés à la détention de la monnaie sont faibles. Cette hypothèse permet d'interpréter l'effet négatif du développement financier sur les coûts de transaction<sup>33</sup>.

Le terme  $\beta(E)$  a été utilisé par plusieurs auteurs dans les modèles économiques où la monnaie est considérée comme un moyen d'échange. C'est ainsi que Kimbrough (1986) utilise ce terme (qui reflétait l'ensemble des techniques de transaction) afin d'étudier les effets de la politique de la taxe optimale (lorsque celle-ci est utilisée comme un bien intermédiaire par les agents) sur les coûts de transaction. De la même manière, Feenstra (1986) utilise ce terme à travers les modèles de Baumol (1952), Tobin (1956) et Barro (1976), afin de montrer que le fait d'utiliser les encaisses réelles dans la fonction d'utilité et de les introduire dans la contrainte budgétaire du consommateur sous forme de coûts de liquidité ne change en rien les résultats finaux. Faig (1988) utilise la fonction  $E(.)$  dans un modèle à horizon infini afin de voir quel est le meilleur moyen de financement des déficits budgétaires. Pour cela, il compare l'utilisation d'une taxe implicite sur la monnaie par rapport à l'utilisation de taxes ordinaires.

---

<sup>32</sup> La fonction d'utilité utilisée par ces deux auteurs est :  $U = \frac{[c(t) * m(t)^{\beta(A)}]^{1-\alpha}}{1-\alpha}$



Plus récemment, De Gregorio (1991) utilise ce concept afin d'examiner les effets de bien être relatifs aux innovations financières dans une économie donnée. En considérant  $\beta(E)$  comme l'ensemble des transactions technologiques,<sup>34</sup> qui dépendent des considérations institutionnelles (niveau de développement du marché de crédit par exemple), il souligne qu'en présence de seigneurage, les innovations financières augmentent le bien être, si l'inflation est faible, et réduisent le bien être si l'inflation est élevée.

Les consommateurs utilisent leur portefeuille pour détenir de la monnaie  $M$  et des actifs financiers  $F$ . Ils gagnent un revenu financier  $RF$  sur ces actifs et payent des taxes  $\alpha RF$  sur ce revenu.  $R$  et  $\alpha$  représentent respectivement le taux d'intérêt nominal versé par les institutions financières aux consommateurs et le taux de pression fiscale de l'Etat. De plus ces consommateurs bénéficient des transferts,  $Tr$  de l'Etat. Nous considérons dans notre modèle, que les consommateurs sont des rentiers, il n'y a donc pas de revenus du travail. La contrainte budgétaire des consommateurs se présente ainsi sous la forme :

$$\Delta M + \Delta F = M(R - \alpha) + Tr - C \quad (5)$$

$M$  représente la quantité de monnaie détenue en termes nominaux,

$\Delta M$  représente la variation de  $M$

$F$  est la quantité d'avoirs financiers détenus en termes nominaux,

$\Delta F$  représente la variation de  $F$

$Tr$  représente les transferts reçus de l'Etat en termes nominaux,

$C$  est la consommation en termes nominaux

$\alpha$  est le taux de pression fiscale,

$R$  est le taux d'intérêt nominal.

La contrainte budgétaire du consommateur montre que l'épargne (c'est à dire la partie du budget non consommée) est composée de l'investissement et de

---

<sup>33</sup> Nouriel Roubini et Xavier Sala-i-Martin (1995), « A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression » *Journal of monetary economics*, volume 35, n°2, p. 279.

l'accumulation monétaire. La réécriture de la contrainte budgétaire en termes réels donne la formulation suivante :

$$M^R + P^R = FR(1 - \alpha) + Tr - C \Leftrightarrow \frac{M^R}{P} + \frac{P^R}{P} = fR(1 - \alpha) + tr - c \quad (3)$$

$f$ ,  $tr$  et  $c$  représentent respectivement, les avoirs financiers, les transferts publics et la consommation en termes réels. Par ailleurs nous avons :

$$\frac{f^R}{f} = \frac{P^R}{P} - \frac{P^R}{P} \text{ d'où } \frac{P^R}{P} = \frac{f^R}{f} + f \frac{P^R}{P}$$

De même nous avons :

$$\frac{m^R}{m} = \frac{M^R}{M} - \frac{P^R}{P} \text{ d'où } \frac{M^R}{P} = \frac{m^R}{m} + m \frac{P^R}{P}$$

La contrainte budgétaire du consommateur peut ainsi se transformer de la façon suivante :

$$\frac{m^R}{m} + \frac{f^R}{f} = \left[ (1 - \alpha)R - \frac{P^R}{P} \right] f - \frac{P^R}{P} m + tr - c$$

$$\frac{m^R}{m} + \frac{f^R}{f} = \left[ (1 - \alpha)R - \frac{P^R}{P} \right] f + \left[ (1 - \alpha)R - \frac{P^R}{P} \right] m - \left[ (1 - \alpha)R - \frac{P^R}{P} \right] m - \frac{P^R}{P} m + tr - c$$

$$\frac{m^R}{m} + \frac{f^R}{f} = \left[ (1 - \alpha)R - \frac{P^R}{P} \right] (f + m) - \left[ (1 - \alpha)R - \frac{P^R}{P} \right] m - \frac{P^R}{P} m + tr - c$$

on pose  $a = f + m$ , on obtient:

$$\frac{m^R}{m} + \frac{f^R}{f} = \left[ (1 - \alpha)R - \frac{P^R}{P} \right] a - \frac{P^R}{P} (1 - \alpha)Rm + tr - c \quad (4)$$

---

<sup>34</sup> Dans son modèle, De Gregorio appelle la variable qui représente le degré de la sophistication financière  $\theta F(m)$  et l'utilise dans la contrainte budgétaire du consommateur plutôt que dans la fonction d'utilité.

La contrainte budgétaire du consommateur s'écrit donc :

$$\dot{a} = \left[ (1-\alpha)R - \frac{r}{P} \right] a - \frac{r}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c \quad (5)$$

Avec  $a = m + f$  où  $m$  et  $f$  représentent respectivement, les avoirs financiers et les encaisses monétaires en termes réels.  $tr$  et  $c$  sont respectivement les transferts publics et la consommation en termes réels.

L'équation 5 représente la contrainte budgétaire du consommateur après transformation. Elle permet de percevoir au début du membre de droite une notion de taux d'intérêt réel après impôt et le coût associé à la détention de monnaie (qui dépend du taux d'intérêt après impôt et non pas de  $R$ ).

La maximisation de l'utilité du consommateur se présente sous la forme :

$$\underset{(c,m)}{Max} U(c,m) = \int_0^{\infty} e^{-\rho t} [\log c(t) + \beta(E) \log m(t)] dt$$

$$S/C \quad \dot{a} = \left[ (1-\alpha)R - \frac{r}{P} \right] a - \frac{r}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c$$

La hamiltonien du problème s'écrit:

$$H = e^{-\rho t} [\log c(t) + \beta(E) \log m(t)] + \lambda \left[ \left[ (1-\alpha)R - \frac{r}{P} \right] a - \frac{r}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c \right] \quad (6)$$

Les conditions de premier ordre sont:

$$\lim_{\lambda \rightarrow \infty} \gamma \left[ \left[ (1-\alpha)Y - \frac{b}{\lambda} \right] \alpha - \frac{b}{\lambda} (1-\alpha)Y\lambda + \lambda - c \right] = 0 \quad (10)$$

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial \lambda} = -\frac{b}{\lambda^2} \Leftrightarrow \gamma \left[ (1-\alpha)Y - \frac{b}{\lambda} \right] = -\frac{b}{\lambda^2} \quad (a)$$

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial \lambda} = 0 \Leftrightarrow \alpha - \lambda \frac{c}{Y} - \gamma = 0 \quad (b)$$

$$\frac{\partial \mathcal{L}}{\partial \lambda} = 0 \Leftrightarrow \alpha - \lambda \frac{c}{h(E)} - \gamma \lambda (1-\alpha) = 0 \quad (c)$$

En faisant le rapport entre les équations 7 et 8, nous obtenons l'équation de demande de monnaie qui se présente sous la forme<sup>35</sup>:

$$m_t^d = \frac{\beta(E)}{(1-\alpha)R} * c \quad (11)$$

La fonction de demande de monnaie en termes réels est une fonction croissante de la consommation, et décroissante du taux d'opportunité de sa détention : le taux d'intérêt nominal. Elle dépend aussi négativement du degré de la répression financière. La répression financière a pour effet de faire croître les coûts de transaction (relatif à la transformation d'actifs non liquides en actifs liquide) et par conséquent d'influencer le comportement en matière de choix de portefeuille des agents ce qui va réduire la demande d'encaisses.

---

<sup>35</sup> Ce résultat a été trouvé par Nouriel Roubini et Xavier Sala-i-Martin (1992) où leur fonction de demande de monnaie était égale à :

$$M_t^d = \frac{\beta(E)}{\alpha R} * c$$

Du côté bancaire, le niveau du développement financier reflète la capacité des banques commerciales à jouer leur rôle d'intermédiaires financiers en minimisant les coûts et en augmentant les profits. Un système financier non développé où réprimé verra cette liberté d'action diminuer en raison des différentes contraintes de gestion que lui dicte l'Etat. La principale fonction bancaire qui sera atteinte par ces contraintes est la fonction d'offre de dépôts et de crédits. Notre objectif est de montrer que l'effet du contrôle direct de l'Etat sur le système bancaire réduit essentiellement son rôle d'intermédiaire à travers son effet sur les fonctions d'offre de dépôts et de crédits.

## **1.2 REPRESSION FINANCIERE ET INTERMEDIATION BANCAIRE .**

Dans la première partie du modèle nous avons montré l'effet de la répression financière sur le comportement des agents économiques à travers la fonction de demande de monnaie. Grâce à la répression financière, l'Etat peut influencer négativement sur les choix de portefeuille d'actifs monétaires des consommateurs à travers les coûts de transaction.

L'objectif de cette deuxième partie est de montrer que la répression financière agit, dans la même logique, sur le secteur financier, entravant ainsi le bon fonctionnement de l'intermédiation financière. A ce titre, les banques sont le principal secteur financier qui est affecté par la politique de répression de l'Etat. L'effet de l'interventionnisme de l'Etat sur le système bancaire apparaît à travers la réduction de la liberté d'action de ce secteur dans le choix de la politique de crédits la plus favorable et la politique de dépôts qui en découle. Nous considérons ainsi un système bancaire en situation de concurrence dont la fonction de profit se présente sous la forme<sup>36</sup>:

$$P(L, D) = \omega_1 L - \omega_2 D + gG - \hat{C}(D, L) \quad (12)$$

$G$  représente le montant des titres publics.

$g$  est le taux de rémunération des titres publics

$L$  représente la somme des crédits bancaires

$D$  représente la somme des dépôts bancaires.

---

<sup>36</sup> Frédéric Lobeux (1997), « *Banques et Marchés de Crédits* », PUF.

$\hat{C}$  représente la fonction de coûts bancaire.

$\omega_1$  est le taux d'intérêt nominal sur les crédits

$\omega_2$  est le taux d'intérêts nominal sur les dépôts

Klein (1971) et Monti (1972) utilisent la même fonction de profit pour une banque en situation de monopole et montrent que ce type de banques fixe les taux débiteurs en référence à la seule élasticité de la demande de crédits. Ils soulignent que les marges d'intermédiation sont étroitement liées aux élasticités de la demande de crédits et de l'offre de dépôts. Autrement dit, les banques vont gérer leur taux d'intérêt en fonction de leur pouvoir sur le marché mesuré par les élasticités des dépôts et des crédits. Une banque qui dispose d'un pouvoir de monopole va donc pouvoir offrir des taux débiteurs élevés et des taux créditeurs faibles. Dès lors, les politiques qui consistent à fixer les taux débiteurs à partir des taux créditeurs, doivent tenir compte de la structure de la fonction de coût de la banque. Selon Lobeze (1997), lorsque la fonction de coût bancaire est additive, la banque procède à un arbitrage entre les titres publics et les créances sur le secteur privé afin de maintenir fixes ces taux.

Différant du modèle de Klein (1971) et de Monti (1972), ce modèle considère un secteur bancaire composé uniquement de banques commerciales en situation de concurrence. L'Etat intervient dans ce secteur par l'utilisation d'instruments directs de contrôle monétaire tels que la technique des réserves obligatoires et/ou la politique d'administration des taux d'intérêts. L'effet du contrôle de l'Etat sur le système bancaire engendre des coûts supplémentaires qui alourdissent la fonction de coût de la banque. La fonction de coût ainsi définie est de la forme :

$$\hat{C} = D^\alpha L^\gamma E^\beta \quad (13)$$

De la même manière que dans le modèle de demande de monnaie,  $E$  a pour objectif de capter les effets « technologiques » de la répression financière sur les coûts bancaires. C'est la raison pour laquelle nous l'avons introduit dans la fonction de coût. Pour plus de simplification, nous supposons que  $G$  est exogène c'est à dire que  $G \geq RO$  où  $RO$  représente les réserves obligatoires (voir les raisons du choix de cette hypothèse en annexe 1 du chapitre 3). La fonction de profit de la banque devient:

$$P(L, D) = \omega_1 L - \omega_2 D + gG - D^\alpha L^\gamma E^\beta \quad (14)$$

Face à cette situation, les banques vont choisir un volume de dépôts et de prêt maximisant leur profit. Nous avons donc :

$$\begin{aligned} \text{Max } P(D, L) &= \omega_1 L - \omega_2(L+G) + gG - (L+G)^\alpha L^\gamma E^\beta \\ S/C \quad D &= L+G \end{aligned}$$

Les conditions du premier ordre sont :

$$\frac{\partial P}{\partial L} = \omega_1 - \omega_2 - \alpha(L+G)^{\alpha-1} L^\gamma E^\beta - \gamma L^{\gamma-1} (L+G)^\alpha E^\beta = 0$$

$$d'où \quad \alpha(L+G)^{\alpha-1} L^\gamma + \gamma L^{\gamma-1} (L+G)^\alpha = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta} \quad (15)$$

Pour que L soit une fonction décroissante de E, il faudrait que le membre gauche de l'équation 15 soit être une fonction croissante de L. Ceci peut être facilement vérifié si nous supposons que la fonction de coût est homogène de degré 1 en fonction de D et L (hypothèse de rendement d'échelle constant). Nous avons ainsi  $\alpha + \gamma = 1$ . dans ce cas l'équation 15 peut se transformer comme suit :

$$\alpha \left( \frac{L}{L+G} \right)^{1-\alpha} + (1-\alpha) \left( \frac{L}{L+G} \right)^{-\alpha} = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta}$$

$$\text{On pose } x = \frac{L}{L+G} < 1$$

Soit  $\Phi(x) = \alpha x^{1-\alpha} + (1-\alpha)x^{-\alpha}$ , la dérivée de la fonction  $\Phi$  par rapport à  $x$  est :

$$\Phi'(x) = \alpha(\alpha-1)x^{-\alpha} - \alpha(1-\alpha)x^{-\alpha-1} = \alpha(1-\alpha)x^{-\alpha} \left( 1 - \frac{1}{x} \right) > 0$$

La dérivée de la fonction  $\Phi$  est croissante quel que soit  $x$ . Cela revient à dire que la fonction  $\Phi$  est une fonction croissante de  $L$  et donc  $L$  est bien une fonction décroissante de  $E$ . La condition de contrainte du bilan  $D=L+G$  nous permet de déduire directement la fonction d'offre de dépôts à partir de l'équation 15. Par la même démonstration effectuée pour la fonction d'offre de crédit  $L$ , nous pouvons démontrer que la fonction d'offre de dépôts est une fonction décroissante de  $E$ .

Nous pouvons ainsi réécrire les conditions de premier ordre de la fonction de profit en fonction de  $D$ , nous obtenons :

$$\frac{\delta P}{\delta D} = \omega_1 - \omega_2 - \gamma(D-G)^{\gamma-1} D^\alpha E^\beta - \alpha D^{\alpha-1} (D-G)^\gamma E^\beta = 0$$

D'où

$$\gamma(D-G)^{\gamma-1} D^\alpha - \alpha D^{\alpha-1} (D-G)^\gamma = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta} \quad (16)$$

Le résultat du problème de maximisation du profit de la banque montre que le contrôle direct de l'Etat sur le système bancaire agit négativement sur les fonctions d'offre de crédit et de dépôts bancaires. Nous avons ainsi pu vérifier que les fonctions d'offre de dépôts et de crédit sont des fonctions décroissantes de  $E$ .  $E$ , étant la variable qui capte les effets « technologiques » de la répression financière sur les coûts bancaire.

L'utilisation de la répression financière dans certains pays en développement a pour objectif, en plus du contrôle du système financier, d'assurer un revenu monétaire à l'Etat afin de faire face à la croissance des dépenses budgétaires engendrées par les différents projets de développement. La dernière partie du modèle a pour objectif de montrer comment l'Etat arrive, grâce à cette politique, à accumuler des recettes conséquentes de seigneurage pour combler son déficit budgétaire.



### 1.3 REPRESSION FINANCIERE ET SEIGNEURIAGE.

Afin de boucler le modèle, nous considérons l'équation d'équilibre budgétaire de l'Etat qui se présente sous la forme :

$$S + B = \cancel{M} + xY \quad (17)$$

$S$  représente l'ensemble des dépenses publiques.

$B$  représente les transferts nets payés par l'Etat au titre de la dette étrangère.

$Y$  représente les recettes budgétaires.

$x$  est le taux de prélèvement fiscale.

$\cancel{M}$  est la variation de la base monétaire

L'équation d'équilibre budgétaire nous informe que l'Etat utilise ses ressources afin de financer l'ensemble de ses dépenses. Les dépenses de l'Etat sont constituées par l'ensemble des dépenses et des transferts nets payés au titre de la dette extérieure. Dans ce modèle, l'Etat peut couvrir ses dépenses soit par les recettes budgétaires, soit par le seignuriage (on néglige le financement par l'endettement et les arriérés). L'équation d'équilibre budgétaire peut être réécrite sous la forme :

$$\begin{aligned} (17) \Leftrightarrow \frac{S}{P} + \frac{B}{P} &= \frac{\cancel{M}}{P} + x \frac{Y}{P} \\ s + b &= \cancel{m} + \frac{\cancel{P}}{P} m + xy = m(\mu + \pi) + xy \quad (18) \\ \text{Avec } \mu &= \frac{\cancel{m}}{m} \end{aligned}$$

$$\text{Soit } T = m(\mu + \pi) + xy \quad (19)$$

$T$  est le revenu de l'Etat. De l'équation 19, nous déduisons que le revenu de l'Etat est composé de deux sources : Une source fiscale ( $xy$ ) constituée des revenus fiscaux et une source monétaire  $m(\mu + \pi)$  qui représente le seignuriage.

En remplaçant (11) dans (19), nous obtenons:

$$T = \frac{\beta(E)}{(1-\alpha)R} * c(\mu + \pi) + xy \quad (20)$$

Le montant du seignuriage est donné par le premier terme de l'équation (20). Cette équation nous informe que la taxe d'inflation est une fonction décroissante de la répression financière E. Il en est ainsi, car plus le système financier est développé et moins, pour un taux d'intérêt donné, la demande d'encaisse réelle est importante. Cette équation fait aussi apparaître le choix de politique de financement qui s'offre à l'Etat. Pour couvrir ses dépenses. D'après l'équation 20, l'Etat, peut soit collecter ses ressources par l'impôt sur l'ensemble des outputs et/ou combiner entre la répression et la taxe d'inflation. Si l'Etat opte pour les recettes fiscales, il doit favoriser le développement du système financier c'est à dire supprimer la politique de répression financière. Une telle politique accroît, en effet, le revenu sur lequel est perçu l'impôt. Si l'Etat opte pour une combinaison entre la taxe d'inflation et la taxe de répression, il doit empêcher l'approfondissement du système financier car plus ce dernier est développé plus la perception de la taxe d'inflation est faible pour un taux d'inflation donné.

La complémentarité entre la taxe d'inflation et la taxe induite par la répression financière peut en effet être observée sous plusieurs angles. La répression financière se définit comme un ensemble d'instruments de politique monétaire directe utilisés par l'Etat afin de contrôler le système financier. Un des principaux instruments utilisés est la fixation des taux d'intérêt nominaux à des niveaux très faibles. La présence d'un taux d'inflation élevé produira des taux réels négatifs qui conduiront à la croissance de la demande de monnaie et donc à l'élargissement de l'assiette du seignuriage, (Dornbush et Giovannini, 1990). La complémentarité peut aussi apparaître à travers d'autres instruments de répression telle que la politique des réserves obligatoires notamment lorsque celles-ci ne sont pas rémunérées. La présence d'une telle contrainte pour les banques aura pour conséquence directe la croissance de l'assiette de la taxe d'inflation (par la croissance de la base monétaire).

Ce bref rappel nous conduit à dire qu'en présence d'un système fiscal peu performant, comme il est souvent le cas dans les pays en développement, l'Etat opte souvent pour le seigneurage comme une alternative à la croissance de ses ressources. La complémentarité entre la répression financière et la politique de seigneurage, pousse souvent l'Etat à choisir une combinaison des deux politiques. Afin de maximiser les recettes du seigneurage, l'Etat doit maintenir un niveau de répression optimale sur le système financier tout en appliquant la politique du seigneurage. Cette idée renvoie à l'analyse de Roubini et S.I Martin (1992) qui discutent de la question du seigneurage optimal dans une économie financièrement réprimée. Le problème de maximisation du seigneurage permet d'écrire:

$$\frac{\delta T}{\delta E} = c * \frac{(\mu + \pi)}{(1 - \alpha)R} \beta'(E) \quad (21)$$

$$\frac{\delta T}{\delta \pi} = \frac{c}{(1 - \alpha)R} \beta(E) - \frac{\delta R}{\delta \pi} \left( \frac{c(\mu + \pi)}{(1 - \alpha)R^2} \beta(E) \right) \quad (22)$$

L'équation 21 montre que les recettes du seigneurage augmenteront aussi longtemps que la politique de répression est appliquée. Le premier terme de l'équation (22) n'est autre que la fonction de demande de monnaie des agents. Cette équation explique l'effet négatif de la répression sur le coût d'opportunité de détention de la monnaie. Le second terme présente un signe ambigu. Ceci renvoie à deux hypothèses. La première hypothèse est celle d'un impact négatif de la répression financière sur le taux d'intérêt nominal. La répression des taux va maintenir les taux nominaux à des niveaux très bas ce qui va engendrer la croissance de la demande d'encaisses. Cette dernière se traduit par la baisse de la demande d'actifs non monétaires, faiblement rémunérés, au profit d'encaisses monétaires. La seconde hypothèse est celle d'un effet positif de la répression sur le taux nominal. En effet, le faible approfondissement financier additionné à une forte inflation se traduira, pour un taux réel donné, par la croissance de la rémunération nominale des actifs non monétaires et donc par la baisse de la demande d'encaisses réelles.

La complémentarité entre la taxe d'inflation et la taxe induite par la répression financière pousse souvent l'Etat à appliquer une politique de répression afin d'accroître ses recettes de seignuriage. Il apparaît ainsi, à travers cette analyse théorique, que l'objectif de seignuriage recherché par l'Etat, à travers une politique de répression, entrave le fonctionnement du système financier. Les coûts financiers que la répression engendre apparaissent, dans notre modèle, à travers les coûts sur la fonction de demande de monnaie des agents et les fonctions d'offre de dépôts et de crédits bancaires. La suite de notre analyse consistera à appliquer une estimation économétrique aux fonctions de demande de monnaie et d'offre de crédits afin de vérifier la validité des résultats que nous avons obtenus au plan théorique. L'estimation économétrique sera appliquée aux pays du Maghreb et du Machrek arabes.

## ***2. LA METHODE D'ANALYSE ECONOMETRIQUE.***

### ***2.1 LES VARIABLES RETENUES***

Nous nous proposons dans ce paragraphe d'estimer les fonctions de demande de monnaie et d'offre de crédits que nous avons déduites dans le modèle précédent. Les séries relatives à l'inflation, à la masse monétaire, aux titres publics, aux crédits bancaires au secteur privé, au produit intérieur brut (PIB) et au taux d'intérêt sont extraites des statistiques financières publiées par le Fond Monétaire International.

Pour l'estimation de la fonction de demande de monnaie, l'agrégat que nous avons retenu est la masse monétaire prise dans son sens strict. Nous entendons par-là, la somme de la monnaie fiduciaire et des dépôts à vue. En effet, notre objectif est celui d'estimer une demande de monnaie pour des motifs de transaction. Les dépôts à terme peuvent répondre à un motif autre que celui de transaction (précaution) dans la mesure où ils rapportent un intérêt à leur détenteur. La prise en compte des dépôts à terme risque de biaiser le calcul du seignuriage car les intérêts versés sur ces dépôts atténuent le prélèvement opéré sur la taxe d'inflation. Toutes les variables ont été exprimées en millions de dollars constants (prix de 1995).

## **2.2 MESURE DE LA REPRESSION FINANCIERE .**

Les définitions de la répression financière données par la théorie économique sont tellement variées qu'il est très difficile de considérer une seule variable qui la représente. En effet, plusieurs auteurs assimilent la répression financière à la politique d'administration des taux d'intérêt. Mais il existe d'autres variables de mesures considérées comme des manifestations ou des indicateurs de la répression. Le choix d'une mesure appropriée de la répression dans notre modèle n'a pas été épargnée de cette difficulté. La décision de préférer une variable plutôt qu'une autre doit être justifiée avec précision.

Afin de contourner cette difficulté nous avons décidé de tenir compte d'un ensemble de variables plutôt que d'une seule variable. La combinaison linéaire de ces variables nous aidera à déduire une variable unique qui tiendra compte de toutes les spécificités de mesure de la répression soulignées jusque là, par la théorie. La méthode des composantes principales nous semble plus adaptée dans notre cas. Le principe de cette méthode est de récolter des indices synthétiques à partir de variables initiales selon une combinaison linéaire de ces variables. Le résultat de cette combinaison est un ensemble d'indices qui permettra de mieux observer l'échantillon. Les indices retenus sont ceux qui auront la variance la plus élevée. Ces indices seront par la suite classés par ordre croissant en fonction de leur variance et sous la condition d'absence de corrélation entre eux. Le premier indice est celui qui aura la variance maximale. Cet indice est appelé première composante principale. Cette dernière explique la variation totale de l'échantillon dans une grande proportion. La deuxième composante principale sera choisie sous la condition d'une orthonormalité et une corrélation linéaire nulle avec la première composante. Elle doit avoir à son tour une variance élevée. Plusieurs variables ont été choisies pour la construction de (E), étant entendu que ce choix a été conditionné par la disponibilité des données et les contraintes des fonctions à estimer :

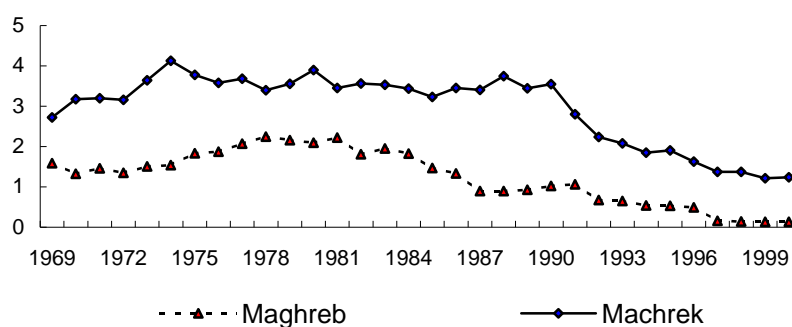
- 1 – Le ratio de la quasi monnaie en pourcentage de la base monétaire.
- 2 – L'importance de l'inflation dans l'économie. C'est une variable ordonnée qui prend la valeur 1 pour un taux d'inflation inférieur à 10% ; 2 pour un taux qui varie entre 10 et 15% ; 3 pour un taux oscillant entre 15 et 20% et 4 pour un taux supérieur à 20%.

3 – Présence de la répression financière dans l'économie. C'est une variable muette construite sur la base de la date de déréglementation des taux d'intérêt. Elle prend la valeur 0 pour la période avant la déréglementation et 1 après cette date.

4 – La dynamique bancaire au niveau de la politique des dépôts. C'est une variable ordonnée construite selon les valeurs du ratio dépôts à terme en pourcentage de la base monétaire. Elle prend ainsi la valeur 1 pour un ratio inférieur à 50% ; 2 pour un ratio appartenant à l'intervalle [50%, 100%] ; 3 pour un ratio supérieur à 100%.

Une fois toutes ces variables réunies, une sélection supplémentaire est nécessaire avant la construction finale de ( $E$ ). Cette sélection consiste à vérifier le degré de corrélation entre les variables choisies et d'éliminer celles qui présentent une forte corrélation entre elles. Ainsi Toutes les variables ont été retenues in-fine. La combinaison linéaire entre ces variables par la méthode des composantes principales permet de retenir une composante. Cette dernière explique à elle seule près de 90% de la variation totale de ( $E$ ). Cette composante sera retenue dans la suite de nos calculs, elle constituera l'indice de répression financière. Une représentation graphique de cet indice permet d'avoir une idée sur l'évolution de la répression financière dans les deux régions.

*Graphique 1 : Indice de répression financière.*



Source : graphe construit à partir des données des statistiques financières internationales.

Le suivi de l'évolution de l'indice de répression financière confirme en effet, la présence de la répression dans les deux régions avant les réformes. Bien que cet indice semble plus élevé au Machrek son interprétation doit être nuancée. En effet, la construction de l'indice de répression était basée entre autre, sur l'importance du taux d'inflation dans ces pays, or l'inflation avait atteint des valeurs très élevées en Egypte et en Jordanie à la veille des réformes<sup>37</sup>. Par ailleurs, la baisse de l'indice pour la région du Maghreb provient à la fois du faible niveau d'inflation en cette période et des premiers signes de déréglementation des taux observée au Maroc et en Tunisie à partir de la deuxième moitié des années quatre-vingt. La baisse de l'indice de répression financière durant les années quatre-vingt-dix est liée aux réformes financières entamées par les pays du Machrek. L'irrégularité de l'indice de répression au Maghreb revient essentiellement au retard qu'a accumulé l'Algérie dans la mise en place des réformes et la lenteur dans leur application au Maroc et en Tunisie<sup>38</sup>.

### ***2.3 LE CHOIX DE LA PERIODE D'ESTIMATION.***

Le choix de la période d'observation émane de trois contraintes. La première est celle relative à la durée de répression financière et à la date à partir de laquelle cette politique a été supprimée. La deuxième contrainte émane de la disponibilité des données et de la nécessité d'avoir un nombre d'observation égal pour chaque pays. Enfin, la troisième contrainte est liée à la disparité des périodes de libéralisation. En effet, les pays de notre échantillon ont procédé à la déréglementation des taux à des périodes différentes ce qui rend difficile l'estimation de la période de répression. En effet, la déréglementation des taux n'a pas été homogène dans tous les pays puisqu'elle a été rapide dans certains (Jordanie et Egypte) et progressive dans d'autres (Maroc, Tunisie et Algérie). Afin de contourner toutes ces contraintes, nous avons choisi d'élargir notre observation à la période post-répression. Le passage de l'état de répression élevée à une répression modérée sera exprimé par l'introduction d'une nouvelle variable dans la forme réduite du modèle. Notre modèle sera ainsi estimé sur une période de 32 ans soit de 1969 à 2000.

---

<sup>37</sup> En 1989 l'inflation avait atteint un taux de 21,26 en Egypte et 25,71 en Jordanie.

<sup>38</sup> En Algérie, les réformes n'ont été appliquées qu'en 1994 alors que la déréglementation des taux n'est devenue effective qu'en 1996 au Maroc et en Tunisie.

## ***SECTION 2 : ESTIMATION DE L'EFFET DE LA REPRESSION FINANCIERE SUR LE SYSTEME FINANCIER AU MMA.***

Il s'agit d'estimer les fonctions de demande de monnaie et d'offre de crédits bancaires obtenues dans la première section de ce chapitre<sup>39</sup>. L'estimation de ces deux fonctions sera appliquée aux pays du Maghreb et du Machrek arabes. L'estimation sera faite en double dimension : individuelle et temporelle. Le Choix de cette technique d'estimation dite estimation en données de panels émane de la richesse qu'elle apporte par l'augmentation du nombre d'observation et l'évitement de quelques problèmes statistiques tels que le problème de l'hétérogénéité inobservable. Par ailleurs, l'homogénéité que présente ces pays au niveau culturel, religieux, géographique, linguistique et notamment au niveau des politiques économiques suivies avant les réformes ainsi que le choix des stratégies et des périodes de réformes justifient le choix de cette méthode.

### ***1. EFFET DE LA REPRESSION FINANCIERE SUR LA FONCTION DE DEMANDE DE MONNAIE.***

#### ***1.1 LA FONCTION DE DEMANDE DE MONNAIE DANS LA LITTERATURE.***

La fonction de demande de monnaie est à l'origine de plusieurs débats théoriques et empiriques qui ont mis l'accent, entre autres, sur les déterminants de la demande de monnaie des agents. Si la détermination des facteurs explicatifs de la détention de la monnaie semble plus évidente dans les pays industrialisés grâce à la présence de systèmes financiers développés, celle-ci présente plus de problèmes dans les pays en développement. Ces problèmes sont la conséquence de la prédominance de systèmes financiers embryonnaires additionnés à des politiques monétaires inadéquates. Les études empiriques de la fonction de demande de monnaie appliquées aux pays en développement ont souvent été aménagées afin de les adapter aux structures économiques de ces pays. Parmi ces études, nous pouvons citer : Darrat (1984), Gupta et Moazzami (1990), Parikh (1990) et Arize (1994).

---

<sup>39</sup> Etant donné que notre objectif est de mesurer l'effet de la répression financière sur le système bancaire, nous pensons qu'il est suffisant d'estimer qu'une seule fonction. Par ailleurs, les variables constitutives de la fonction d'offre de dépôts que nous avons obtenue dans le modèle théorique sont les mêmes que celles de la fonction d'offre de crédit.



Au niveau théorique, la fonction de demande de monnaie a vu le jour avec l'école néoclassique qui a considéré deux rôles à la monnaie : un moyen d'échange et une réserve de valeurs. La détention de la monnaie était affectée par plusieurs facteurs : l'incertitude [Marshall (1923) et Pigou (1917)], l'inflation anticipée (Cannan, 1921) et le taux de rendement sur les actifs. L'importance du taux d'intérêt n'était pas explicitement formulée dans leur modèle. Ce n'est qu'avec la théorie keynésienne que le taux d'intérêt est apparu comme un déterminant important dans la fonction de demande de monnaie. La fonction de demande de monnaie était représentée sous la forme :  $m^d = f(y, i)$ , avec  $m$  les encaisses réelles,  $i$  le taux d'intérêt et  $y$  le revenu en termes réels.

Les analyses théoriques post-keynésiennes ont reposé essentiellement sur l'analyse de Keynes. Mais la représentation de la fonction de demande de monnaie s'est basée à la fois sur les hypothèses classiques, néoclassiques et les hypothèses de Keynes : transaction, spéculation, précaution, réserves de valeurs et moyen d'échange. Les premières études post-keynésiennes sont celles de Baumol (1952) et Tobin (1956) qui ont développé une théorie de demande de monnaie dans laquelle la monnaie est détenue comme un stock pour des motifs de transaction. Bien que les actifs liquides offrent des rendements plus élevés, les coûts de transaction que génère la détention de la monnaie et de ces actifs justifient ce choix. L'optimisation de l'utilité du consommateur consiste à faire un choix optimal entre les actifs et la monnaie de sorte à minimiser les coûts de transaction et les coûts liés au taux d'intérêt. Cette analyse peut être résumée sous la forme :  $m^* = \sqrt{\frac{a \times y}{2r}}$  où la demande optimale de monnaie  $m^*$  est proportionnelle au coût de transaction  $a$  et au revenu réel  $y$  et inversement proportionnelle au taux d'intérêt  $r$ . Plusieurs extensions à ce modèle ont été apportées par la suite par les auteurs post-keynésiens tels que Barro et Fisher (1976), Cuthberston et Barlow (1991).

La deuxième hypothèse associée à la fonction de demande de monnaie est celle relative aux motifs de précautions. La demande de monnaie augmente car les agents sont incertains des paiements qu'ils auront à faire dans le futur. Dans ce cadre, plus les agents détiennent de la monnaie plus la probabilité de subir les coûts de transaction est faible. Mais, plus les agents détiennent de la monnaie, plus l'importance de la monnaie

se réduit. Ces modèles ont été largement développés par des auteurs récents tels que Dornbusch et Fisher (1990) et Cuthberston et Barlow (1991).

La troisième hypothèse considère la monnaie comme un actif utilisé sous forme de réserve de valeur. Cette hypothèse est associée aux modèles de portefeuille dans lesquels la monnaie est considérée comme un moyen d'allocation de richesse. Les modèles qui ont été développés avaient pour objectif de montrer la relation entre le taux d'intérêt et la demande d'actifs réels. Ils ont mis l'accent sur l'importance de la richesse et de la liquidité comme déterminants clefs de la demande de monnaie. L'étude de la monnaie comme réserve de valeur a été développée aussi dans les modèles à génération imbriquée. Ces modèles considérés comme des modèles d'équilibre dynamique mettent l'accent sur les perspectives d'épargne entre les jeunes et les vieilles générations. Parmi les auteurs qui ont développé ces modèles, nous pouvons citer : Samuelson (1958), Wallace (1977 et 1988) et Sargent et Wallace (1982).

La demande de monnaie a aussi été étudiée dans la théorie du consommateur. Cette théorie s'est basée sur l'approche du portefeuille mais considère la monnaie comme un bien de consommation qui permet d'acquérir des services et/ou d'autres biens. La demande de monnaie est analysée par la maximisation de l'utilité du consommateur : Friedman (1956), Barnett (1980) et Janssen (1996). Dans ce cadre Friedman (1956) suggère que la demande d'actif doit être basée sur un axiome de biens à consommer. Dans son analyse, il considère la monnaie (théorie générale de la demande de monnaie) comme un actif qui permet de mesurer la richesse sous une contrainte budgétaire. Cette hypothèse est conforme à celle des néo-keynésiens où la monnaie est traitée comme une partie des actifs financiers. Friedman (1956) ajoute néanmoins que les biens réels doivent aussi être inclus dans le portefeuille du consommateur à côté de la monnaie. Il souligne aussi que les variables mesurant le coût d'opportunité ont une grande importance dans la fonction de demande de monnaie sur le plan théorique.

Au niveau empirique, l'étude de la fonction de demande de monnaie s'est concentrée sur les pays industrialisés notamment les Etats Unis d'Amérique et le Royaume Uni. Les études sur les pays en développement n'ont été abondantes qu'au cours de la dernière décennie. Dans ces études la demande de monnaie a été souvent mesurée selon deux définitions : une définition stricte dans laquelle la monnaie

correspond à la somme de la monnaie en circulation et les dépôts à vue (M1) et une définition large où la monnaie comprend M1 et les dépôts à terme, [Chen (1997), Noula (2001)].

En ce qui concerne les variables d'échelle, qui lient la demande de monnaie à l'activité économique, la mesure la plus utilisée a été le niveau du revenu notamment le produit national brut (PNB). Mais, malgré l'abondante utilisation de cette variable, le PNB présente plusieurs problèmes de mesures soulignés par Judd et Scadding (1982) : il ne prend pas en compte les transferts et les transactions des actifs financiers, et il néglige les transactions intermédiaires. De ce fait, certains auteurs prennent en compte d'autres mesures tels que les crédits et la demande des dépôts bancaires, Roley (1985).

La mesure du coût d'opportunité concerne la prise en compte de deux éléments : le taux sur la monnaie et le taux de rendement sur les actifs. En ce qui concerne la deuxième mesure, il existe plusieurs choix en présence : le taux d'intérêt sur les titres public, le taux d'intérêt sur les lettres de créances ou le taux d'intérêt sur les dépôts à vue [Laidler (1993), Hamburger (1977), Hall, Henry et Wilcox (1989)]. Friedman (1977) souligne que lorsque la monnaie est étudiée comme faisant partie des décisions de portefeuille, la meilleure mesure du coût d'opportunité devient le taux d'intérêt.

La mesure du coût d'opportunité devient, cependant, différente lorsque l'étude porte sur les pays en développement. En raison du sous développement du système financier de ces pays, les chercheurs ont souvent eu recours à une mesure approximative qui est assimilée le plus souvent au taux d'inflation anticipé. Plusieurs arguments ont été avancés pour justifier ce choix : la substitution entre la monnaie et les actifs financier est très faible en raison du faible développement du marché financier, le taux d'intérêt bancaire est souvent administré et reste fixe sur plusieurs années, la réglementation bancaire dans certains pays interdit le paiement d'intérêt sur les actifs financier et les données sur les taux bancaires sont souvent indisponibles [Darrat (1984) et Choudhry (1995a)]. Le taux d'inflation anticipé a été aussi considéré comme une mesure pertinente des coûts de transaction dans les pays qui font face à une hyper inflation [Khan (1977), Ahumada (1992), Honohan (1994)]. Mais dans ce cas, il est préférable d'introduire aussi le taux de change afin d'expliquer la demande de monnaie dans ces pays (Choudhry (1995b)).

Le taux d'inflation anticipé a été mesuré de plusieurs façons dans la littérature. Il a été assimilé aux anticipations adaptatives [Adekunle (1968), Darrat (1986a), Khan et Knight (1982)], aux anticipations rationnelles (Arize, 1994), au taux d'inflation retardé [Asilis, Honohan et McNelis, (1993)] et à la prime de change anticipée dans le marché des changes (Frenkel, 1977). Dans les économies ouvertes, le coût d'opportunité était souvent mesuré par le taux d'intérêt sur les marchés internationaux. Le taux le plus utilisé était le « London Interbank Offered Rate » connu plus sous le nom de *LIBOR* [Darrat (1984), Arize (1994)].

En ce qui concerne la stabilité de long terme de la demande de monnaie, nous pouvons citer l'étude de Darrat et El-Mutawa (1996) qui ont utilisé une relation de cointégration et un modèle à correction d'erreurs pour les Emirats Arabes Unis (E.A.U). ces deux auteurs ont estimé les élasticités de demande de monnaie en introduisant en plus des variables classiques (taux d'inflation anticipé, le produit en termes réels hors hydrocarbures, le taux d'intérêt sur les dépôts en monnaie locale et en devise), l'effet des variables monétaires internationales mesurées par les variations du taux de change du dirham

Les résultats des estimations ont montré que la stabilité de la fonction de demande de monnaie n'est vérifiée que pour la monnaie M1. En ce qui concerne les élasticités, les résultats ont révélé un effet positif significatif du produit réel sur les décisions de détention de monnaie des agents. Par contre les variations du taux de change affectaient négativement la demande de monnaie. En effet, la variable taux de change a donné un signe négatif ce qui a révélé la présence de phénomène de substitution du dirham.

En résumé nous pouvons dire que la fonction de demande de monnaie a concerné essentiellement la demande d'encaisses réelles. Celle-ci est fonction des variables d'échelle (assimilé généralement à l'activité économique) et du coût d'opportunité de sa détention (mesurée par plusieurs variables selon qu'il s'agit de pays développés ou en développement). Cette relation a été développée par plusieurs modèles théoriques tels que la théorie des actifs, la théorie des stocks monétaires et la théorie du consommateur. Les études empiriques effectuées ont essayé de combiner entre les différentes hypothèses des modèles théoriques. Plusieurs formulations ont été

proposées tels que les relations fonctionnelles et l'analyse de la stabilité de la demande de monnaie. Les résultats obtenus étaient différents selon la méthode utilisée et les pays estimés.

Notre étude diffère un peu des études précédentes par son objectif et par le choix des pays à estimer. En effet, notre objectif consiste à étudier la demande de monnaie (encaisses réelles) utilisée pour des motifs de transaction dans un système financièrement réprimé. Nous introduisant, à côté des variables classiques, une nouvelle variable qui mesure la répression financière. Les déterminants classiques de la demande de monnaie que nous allons utiliser incluent une variable d'échelle : le produit intérieur brut (PIB) utilisée comme une proxy du revenu. Nous utilisons aussi le taux nominal sur les dépôts qui mesure le coût d'opportunité de la détention de la monnaie. L'analyse de la demande de monnaie sera appliquée aux pays du Maghreb et du Machrek arabes.

## **1.2 ESTIMATION DE LA FONCTION DE DEMANDE DE MONNAIE AU MMA .**

Nous nous proposons dans cette partie d'analyse d'estimer la fonction de demande de monnaie obtenue dans le paragraphe 1 section 1 de ce chapitre et qui se présente sous sa forme réduite de la façon suivante :

$$MI_{it} = \beta_0 + \underset{(+)}{\beta_1(PIB)_{it}} + \underset{(-)}{\beta_2(Rate)_{it}} + \underset{(-)}{\beta_3(E)} + \underset{(+)}{\beta_4(E^2)} + z_{it}$$

$MI_{it}$  est la masse monétaire au sens strict (billet et dépôts à vue) en millions de dollars constants, du pays  $i$  à la date  $t$ .

$PIB_{it}$  est le produit intérieur brut en millions de dollars constants du pays  $i$  à la date  $t$ . Cette variable est utilisée comme une proxy du revenu. Nous avons choisi de remplacer la variable consommation de l'équation de monnaie obtenu dans le modèle théorique (équation n°11) par le produit intérieur brut en nous basant sur l'hypothèse que la consommation dépend du revenu.

$Rate_{it}$  est le taux d'intérêt nominal sur les dépôts du pays  $i$  à la date  $t$ .

$E$  est l'indice de répression financière obtenu par la méthode de composantes principales.

$E^2$  exprime un point de retournement. Elle représente à la fois le changement de la pente de la fonction de demande de monnaie et la situation de changement de régime c'est à

dire le passage d'une situation de répression élevée à une situation de répression modérée.

$z_{it}$  est le terme d'erreur. Ce terme est composé de deux éléments aléatoires. Ces éléments sont indépendants entre eux et des variables explicatives et d'espérance nulle.

$u_i$  représente les effets spécifiques individuels. Nous avons  $z_{it} = u_i + \varepsilon_{it}$

Avant de procéder à l'estimation de la fonction de demande de monnaie, une première étape doit être respectée. Il s'agit de vérifier la stationnarité des séries. Ainsi un test de racine unitaire en panel (*Phillips-Peron*) a été appliqué aux variables estimées et qui a révélé que nos séries ne sont pas stationnaires. Après une première différentiation nous avons obtenus des séries  $I(0)$ , (voir annexe 2 du chapitre 3). L'équation de demande de monnaie a été estimée en données de panel avec effets fixes. Le  $F$  test rejette au seuil de 10%, l'absence d'effets spécifiques. Le problème d'hétéroscédasticité a été corrigé par une méthode de type *White* : «*Panel Corrected Standard Errors (PCSE)* ». Cette méthode permet de corriger l'hétéroscédasticité inter-pays mais ne corrige pas l'autocorrection des résidus ; c'est la raison pour laquelle nous l'avons corrigé par la méthode d'*Ochrane Orcutt*, (voir annexe 2 et 3 du chapitre3).

*Tableau 1 : Résultat de l'estimation de l'équation de demande de monnaie.*

Nombre d'observations : 155			
Nombre de groupe : 5			
Période d'estimation : 1969-2000			
M1	Coefficient	Test T	probabilité
PIB	0,01605	2.273	0,028
Rate	-0,00016	-2,463	0,008
E	-0,00374	-2.237	0,028
E <sup>2</sup>	0,00114	1.828	0,069
Constante	0,00049	1.433	0,153
AR(1)	0,451509	3.629	0.0004
Test effets fixes: Ch (2) : 6.519; Probabilité Ch (2) : 0,079			
R2 : 0.43			
DW : 2.000188			

Les résultats de l'estimation de l'équation de demande de monnaie montrent que les signes des coefficients, correspondent parfaitement aux prédictions du modèle. Toutes les variables sont significatives. Ces résultats montrent bien l'effet négatif de la répression financière et des taux d'intérêt nominaux sur la détention de monnaie des agents. Mais cet effet est limité par un seuil à partir duquel la demande de monnaie devient insensible à la répression.

Ce seuil est exprimé par la variable  $E^2$  introduite pour exprimer l'effet de retournement. Cette variable donne un signe positif. Ce signe suggère deux interprétations : la première laisse penser que dans une économie où la répression financière est très élevée, la notion de demande de monnaie disparaît. En effet, le coefficient de la variable  $E^2$  devait être négatif ce qui exprime, comme le suggère la théorie de la libéralisation, un effet marginal négatif de la répression financière sur la demande de monnaie. Mais les données ont révélé que cette hypothèse n'est pas vérifiée pour les pays du MMA. En effet, le signe de la variable  $E^2$  laisse penser que plus une économie est réprimée, plus les agents sont obligés de détenir de la monnaie. La demande de monnaie devient ainsi une demande forcée qui exprime la croissance de la taxe d'inflation.

La deuxième interprétation est celle relative à la situation de changement de régime c'est à dire le passage d'une répression sévère à une répression modérée. Les résultats de la régression relatifs à la variable  $E^2$  laissent penser au phénomène d'équilibres multiples qui peuvent conduire à l'apparition de clubs de convergence. Dans cette perspective, Berthélemy et Varoudakis (1996a, 1996b, 1998) suggèrent que la faiblesse initiale du système financier peut persister en raison de l'existence d'un processus cumulatif : faible niveau d'épargne en raison du faible niveau du revenu. Cette situation conduit à une accumulation du capital peu dynamique et peu efficace qui va contribuer à maintenir l'économie dans un équilibre bas. Autrement dit dans une économie où la profondeur du système financier est initialement faible (répression très élevée), le changement de la politique économique (déréglementation des taux, libéralisation des marchés etc) n'aura qu'un effet très faible sur l'évolution de celui-ci. Cette situation qui semble caractériser la région du MMA peut être exprimée mathématiquement par la dérivation de l'équation de demande de monnaie par rapport à la variable  $E$ . Nous avons ainsi:

$$M1 = 0.016 \text{ PIB} - 0.0001 \text{ Rate} - 0.0037 E + 0.0011 E^2 + 1.092$$

## 1. CONSTRUCTION DU MODELE.

### 1.1 REPRESSION FINANCIERE ET DEMANDE DE MONNAIE.

En suivant la démarche de Sidrauski (1967) et de Roubini et S.I Martin (1992), nous supposons un environnement dans lequel vivent des individus identiques qui présentent une fonction d'utilité composée uniquement de biens de consommation et de stock monétaire.

$$U = \int_0^{\infty} e^{\rho t} [\ln c(t) + \beta(E) \ln m(t)] dt \quad (1)$$

U est fonction d'utilité intertemporelle. La fonction U est concave et continue<sup>40</sup>.

$\rho$  est le taux d'escompte.

$c(t)$  est la consommation en termes réels.

$m = \frac{M(t)}{P(t)}$  ou P représente le niveau des prix et M la masse monétaire en termes

nominaux.

$m(t)$  représente les encaisses monétaires réelles.

E est une variable qui reflète le niveau d'interventionnisme de l'Etat dans le secteur financier. Nous appellerons le contrôle de l'Etat sur le système financier : répression financière. E est utilisé pour capter les effets « technologiques » de la répression sur les services rendus par la monnaie aux consommateurs.  $\beta$  est un paramètre qui reflète ces aspects technologiques. Afin d'exprimer ces effets, nous choisissons d'introduire E dans la fonction d'utilité à côté de la monnaie.

$$\beta'(E) < 0 \text{ et } \beta''(E) > 0.$$

La fonction d'utilité inter-temporelle de la consommation et de la monnaie a déjà été utilisée par Roubini et S.I Martin (1992). Ces deux auteurs utilisent une forme plus complexe de la fonction d'utilité afin de montrer l'effet de la répression financière

---

<sup>40</sup>  $U'(c,m) > 0$  et  $U''(c,m) < 0$



sur la croissance économique<sup>41</sup>. Ils supposent que la monnaie est une fonction décroissante du degré de la sophistication financière, c'est à dire que plus le système financier est développé, (présence de distributeurs automatiques de billets et de cartes de crédits), plus les bénéfices marginaux liés à la détention de la monnaie sont faibles. Cette hypothèse permet d'interpréter l'effet négatif du développement financier sur les coûts de transaction<sup>42</sup>.

Le terme  $\beta(E)$  a été utilisé par plusieurs auteurs dans les modèles économiques où la monnaie est considérée comme un moyen d'échange. C'est ainsi que Kimbrough (1986) utilise ce terme (qui reflétait l'ensemble des techniques de transaction) afin d'étudier les effets de la politique de la taxe optimale (lorsque celle-ci est utilisée comme un bien intermédiaire par les agents) sur les coûts de transaction. De la même manière, Feenstra (1986) utilise ce terme à travers les modèles de Baumol (1952), Tobin (1956) et Barro (1976), afin de montrer que le fait d'utiliser les encaisses réelles dans la fonction d'utilité et de les introduire dans la contrainte budgétaire du consommateur sous forme de coûts de liquidité ne change en rien les résultats finaux. Faig (1988) utilise la fonction  $E(.)$  dans un modèle à horizon infini afin de voir quel est le meilleur moyen de financement des déficit budgétaire. Pour cela, il compare l'utilisation d'une taxe implicite sur la monnaie par rapport à l'utilisation de taxes ordinaires.

Plus récemment, De Gregorio (1991) utilise ce concept afin d'examiner les effets de bien être relatifs aux innovations financières dans une économie donnée. En considérant  $\beta(E)$  comme l'ensemble des transactions technologiques,<sup>43</sup> qui dépendent des considérations institutionnelles (niveau de développement du marché de crédit par exemple), il souligne qu'en présence de seignuriage, les innovations financières augmentent le bien être, si l'inflation est faible, et réduisent le bien être si l'inflation est élevée.

---

<sup>41</sup> La fonction d'utilité utilisée par ces deux auteurs est :  $U = \frac{[c(t) * m(t)^{\beta(A)}]^{1-\alpha}}{1-\alpha}$

<sup>42</sup> Nouriel Roubini et Xavier Sala-i-Martin (1995), « A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression » *Journal of monetary economics*, volume 35, n°2, p. 279.

<sup>43</sup> Dans son modèle, De Gregorio appelle la variable qui représente le degré de la sophistication financière  $\theta F(m)$  et l'utilise dans la contrainte budgétaire du consommateur plutôt que dans la fonction d'utilité.

Les consommateurs utilisent leur portefeuille pour détenir de la monnaie  $M$  et des actifs financiers  $F$ . Ils gagnent un revenu financier  $RF$  sur ces actifs et payent des taxes  $\alpha RF$  sur ce revenu.  $R$  et  $\alpha$  représentent respectivement le taux d'intérêt nominal versé par les institutions financières aux consommateurs et le taux de pression fiscale de l'Etat. De plus ces consommateurs bénéficient des transferts,  $Tr$  de l'Etat. Nous considérons dans notre modèle, que les consommateurs sont des rentiers, il n'y a donc pas de revenus du travail. La contrainte budgétaire des consommateurs se présente ainsi sous la forme :

$$\dot{M} + \dot{F} = FR(1 - \alpha) + Tr - C \quad (5)$$

$M$  représente la quantité de monnaie détenue en termes nominaux,

$\dot{M}$  représente la variation de  $M$

$F$  est la quantité d'avoirs financiers détenus en termes nominaux,

$\dot{F}$  représente la variation de  $F$

$Tr$  représente les transferts reçus de l'Etat en termes nominaux,

$C$  est la consommation en termes nominaux

$\alpha$  est le taux de pression fiscale,

$R$  est le taux d'intérêt nominal.

La contrainte budgétaire du consommateur montre que l'épargne (c'est à dire la partie du budget non consommée) est composée de l'investissement et de l'accumulation monétaire. La réécriture de la contrainte budgétaire en termes réels donne la formulation suivante :

$$\dot{M} + \dot{F} = FR(1 - \alpha) + Tr - C \Leftrightarrow \frac{\dot{M}}{P} + \frac{\dot{F}}{P} = fR(1 - \alpha) + tr - c \quad (3)$$

$f$ ,  $tr$  et  $c$  représentent respectivement, les avoirs financiers, les transferts publics et la consommation en termes réels. Par ailleurs nous avons :

$$\frac{f^*}{f} = \frac{P^*}{F} - \frac{P^*}{P} \text{ d'où } \frac{P^*}{P} = f^* + f \frac{P^*}{P}$$

De même nous avons :

$$\frac{m^*}{m} = \frac{M^*}{M} - \frac{P^*}{P} \text{ d'où } \frac{M^*}{P} = m^* + m \frac{P^*}{P}$$

La contrainte budgétaire du consommateur peut ainsi se transformer de la façon suivante :

$$m^* + f^* = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P^*}{P} \right] f - \frac{P^*}{P} m + tr - c$$

$$m^* + f^* = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P^*}{P} \right] f + \left[ (1-\alpha)R - \frac{P^*}{P} \right] m - \left[ (1-\alpha)R - \frac{P^*}{P} \right] m - \frac{P^*}{P} m + tr - c$$

$$m^* + f^* = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P^*}{P} \right] (f + m) - \left[ (1-\alpha)R - \frac{P^*}{P} \right] m - \frac{P^*}{P} m + tr - c$$

on pose  $a = f + m$ , on obtient:

$$a^* = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P^*}{P} \right] a - \frac{P^*}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c \quad (4)$$

La contrainte budgétaire du consommateur s'écrit donc :

$$a^* = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P^*}{P} \right] a - \frac{P^*}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c \quad (5)$$

Avec  $a = m + f$  où  $m$  et  $f$  représentent respectivement, les avoirs financiers et les encaisses monétaires en termes réels.  $tr$  et  $c$  sont respectivement les transferts publics et la consommation en termes réels.

L'équation 5 représente la contrainte budgétaire du consommateur après transformation. Elle permet de percevoir au début du membre de droite une notion de taux d'intérêt réel après impôt et le coût associé à la détention de monnaie (qui dépend du taux d'intérêt après impôt et non pas de  $R$ ).

La maximisation de l'utilité du consommateur se présente sous la forme :

$$\underset{(c,m)}{\text{Max}} U(c,m) = \int_0^{\infty} e^{-\rho t} [\log c(t) + \beta(E) \log m(t)] dt$$

$$S/C \quad \&= \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] a - \frac{P\&}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c$$

La hamiltonien du problème s'écrit:

$$H = e^{-\rho t} [\log c(t) + \beta(E) \log m(t)] + \lambda \left[ \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] a - \frac{P\&}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c \right] \quad (6)$$

Les conditions de premier ordre sont:

En faisant le rapport entre les équations 7 et 8, nous obtenons l'équation de demande

$$\lim_{\mu \rightarrow 0} \gamma \left[ \left[ (1-\alpha)W - \frac{b}{b_E} \right] \alpha - \frac{b}{b_E} (1-\alpha)W + w - c \right] = 0 \quad (10)$$

$$\frac{\partial \alpha}{\partial \lambda} = -\frac{1}{b_E} \Leftrightarrow \gamma \left[ (1-\alpha)W - \frac{b}{b_E} \right] = -\frac{1}{b_E} \quad (a)$$

$$\frac{\partial c}{\partial \lambda} = 0 \Leftrightarrow \alpha - b_E \frac{c}{I} - \gamma = 0 \quad (8)$$

$$\frac{\partial w}{\partial \lambda} = 0 \Leftrightarrow \alpha - b_E \frac{w}{W(v)} - \gamma W(1-\alpha) = 0 \quad (3)$$

de monnaie qui se présente sous la forme<sup>44</sup>:

$$m_t^d = \frac{\beta(E)}{(1-\alpha)R} * c \quad (11)$$

La fonction de demande de monnaie en termes réels est une fonction croissante de la consommation, et décroissante du taux d'opportunité de sa détention : le taux d'intérêt nominal. Elle dépend aussi négativement du degré de la répression financière. La répression financière a pour effet de faire croître les coûts de transaction (relatif à la transformation d'actifs non liquides en actifs liquide) et par conséquent d'influencer le comportement en matière de choix de portefeuille des agents ce qui va réduire la demande d'encaisses.

Du côté bancaire, le niveau du développement financier reflète la capacité des banques commerciales à jouer leur rôle d'intermédiaires financiers en minimisant les coûts et en augmentant les profits. Un système financier non développé où réprimé

---

<sup>44</sup> Ce résultat a été trouvé par Nouriel Roubini et Xavier Sala-i-Martin (1992) où leur fonction de demande de monnaie était égale à :

$$M_t^d = \frac{\beta(E)}{\alpha R} * c$$

verra cette liberté d'action diminuer en raison des différentes contraintes de gestion que lui dicte l'Etat. La principale fonction bancaire qui sera atteinte par ces contraintes est la fonction d'offre de dépôts et de crédits. Notre objectif est de montrer que l'effet du contrôle direct de l'Etat sur le système bancaire réduit essentiellement son rôle d'intermédiaire à travers son effet sur les fonctions d'offre de dépôts et de crédits.

## **1.2 REPRESSION FINANCIERE ET INTERMEDIATION BANCAIRE .**

Dans la première partie du modèle nous avons montré l'effet de la répression financière sur le comportement des agents économiques à travers la fonction de demande de monnaie. Grâce à la répression financière, l'Etat peut influencer négativement sur les choix de portefeuille d'actifs monétaires des consommateurs à travers les coûts de transaction.

L'objectif de cette deuxième partie est de montrer que la répression financière agit, dans la même logique, sur le secteur financier, entravant ainsi le bon fonctionnement de l'intermédiation financière. A ce titre, les banques sont le principal secteur financier qui est affecté par la politique de répression de l'Etat. L'effet de l'interventionnisme de l'Etat sur le système bancaire apparaît à travers la réduction de la liberté d'action de ce secteur dans le choix de la politique de crédits la plus favorable et la politique de dépôts qui en découle. Nous considérons ainsi un système bancaire en situation de concurrence dont la fonction de profit se présente sous la forme<sup>45</sup>:

$$P(L, D) = \omega_1 L - \omega_2 D + gG - \hat{C}(D, L) \quad (12)$$

$G$  représente le montant des titres publics.

$g$  est le taux de rémunération des titres publics

$L$  représente la somme des crédits bancaires

$D$  représente la somme des dépôts bancaires.

$\hat{C}$  représente la fonction de coûts bancaire.

$\omega_1$  est le taux d'intérêt nominal sur les crédits

$\omega_2$  est le taux d'intérêts nominal sur les dépôts

---

<sup>45</sup> Frédéric Lobez (1997), « *Banques et Marchés de Crédits* », PUF.

Klein (1971) et Monti (1972) utilisent la même fonction de profit pour une banque en situation de monopole et montrent que ce type de banques fixe les taux débiteurs en référence à la seule élasticité de la demande de crédits. Ils soulignent que les marges d'intermédiation sont étroitement liées aux élasticités de la demande de crédits et de l'offre de dépôts. Autrement dit, les banques vont gérer leur taux d'intérêt en fonction de leur pouvoir sur le marché mesuré par les élasticités des dépôts et des crédits. Une banque qui dispose d'un pouvoir de monopole va donc pouvoir offrir des taux débiteurs élevés et des taux créditeurs faibles. Dès lors, les politiques qui consistent à fixer les taux débiteurs à partir des taux créditeurs, doivent tenir compte de la structure de la fonction de coût de la banque. Selon Lobeze (1997), lorsque la fonction de coût bancaire est additive, la banque procède à un arbitrage entre les titres publics et les créances sur le secteur privé afin de maintenir fixes ces taux.

Différant du modèle de Klein (1971) et de Monti (1972), ce modèle considère un secteur bancaire composé uniquement de banques commerciales en situation de concurrence. L'Etat intervient dans ce secteur par l'utilisation d'instruments directs de contrôle monétaire tels que la technique des réserves obligatoires et/ou la politique d'administration des taux d'intérêts. L'effet du contrôle de l'Etat sur le système bancaire engendre des coûts supplémentaires qui alourdissent la fonction de coût de la banque. La fonction de coût ainsi définie est de la forme :

$$\hat{C} = D^{\alpha} L^{\gamma} E^{\beta} \quad (13)$$

De la même manière que dans le modèle de demande de monnaie, E a pour objectif de capter les effets « technologiques » de la répression financière sur les coûts bancaires. C'est la raison pour laquelle nous l'avons introduit dans la fonction de coût. Pour plus de simplification, nous supposons que  $G$  est exogène c'est à dire que  $G \geq RO$  où  $RO$  représente les réserves obligatoires (voir les raisons du choix de cette hypothèse en annexe 1 du chapitre 3). La fonction de profit de la banque devient:

$$P(L, D) = \omega_1 L - \omega_2 D + gG - D^{\alpha} L^{\gamma} E^{\beta} \quad (14)$$

Face à cette situation, les banques vont choisir un volume de dépôts et de prêt maximisant leur profit. Nous avons donc :

$$\text{Max } P(D,L) = \omega_1 L - \omega_2(L+G) + gG - (L+G)^\alpha L^\gamma E^\beta$$

$$S/C D = L+G$$

Les conditions du premier ordre sont :

$$\frac{\delta P}{\delta L} = \omega_1 - \omega_2 - \alpha(L+G)^{\alpha-1} L^\gamma E^\beta - \gamma L^{\gamma-1} (L+G)^\alpha E^\beta = 0$$

$$d'où \quad \alpha(L+G)^{\alpha-1} L^\gamma + \gamma L^{\gamma-1} (L+G)^\alpha = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta} \quad (15)$$

Pour que  $L$  soit une fonction décroissante de  $E$ , il faudrait que le membre gauche de l'équation 15 soit être une fonction croissante de  $L$ . Ceci peut être facilement vérifié si nous supposons que la fonction de coût est homogène de degré 1 en fonction de  $D$  et  $L$  (hypothèse de rendement d'échelle constant). Nous avons ainsi  $\alpha + \gamma = 1$ . dans ce cas l'équation 15 peut se transformer comme suit :

$$\alpha \left( \frac{L}{L+G} \right)^{1-\alpha} + (1-\alpha) \left( \frac{L}{L+G} \right)^{-\alpha} = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta}$$

$$\text{On pose } x = \frac{L}{L+G} < 1$$

Soit  $\Phi(x) = \alpha x^{1-\alpha} + (1-\alpha)x^{-\alpha}$ , la dérivée de la fonction  $\Phi$  par rapport à  $x$  est :

$$\Phi'(x) = \alpha(\alpha-1)x^{-\alpha} - \alpha(1-\alpha)x^{-\alpha-1} = \alpha(1-\alpha)x^{-\alpha} \left( 1 - \frac{1}{x} \right) > 0$$

La dérivée de la fonction  $\Phi$  est croissante quel que soit  $x$ . Cela revient à dire que la fonction  $\Phi$  est une fonction croissante de  $L$  et donc  $L$  est bien une fonction décroissante de  $E$ . La condition de contrainte du bilan  $D=L+G$  nous permet de déduire



directement la fonction d'offre de dépôts à partir de l'équation 15. Par la même démonstration effectuée pour la fonction d'offre de crédit  $L$ , nous pouvons démontrer que la fonction d'offre de dépôts est une fonction décroissante de  $E$ .

Nous pouvons ainsi réécrire les conditions de premier ordre de la fonction de profit en fonction de  $D$ , nous obtenons :

$$\frac{\delta P}{\delta D} = \omega_1 - \omega_2 - \gamma(D-G)^{\gamma-1} D^\alpha E^\beta - \alpha D^{\alpha-1} (D-G)^\gamma E^\beta = 0$$

D'où

$$\gamma(D-G)^{\gamma-1} D^\alpha - \alpha D^{\alpha-1} (D-G)^\gamma = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta} \quad (16)$$

Le résultat du problème de maximisation du profit de la banque montre que le contrôle direct de l'Etat sur le système bancaire agit négativement sur les fonctions d'offre de crédit et de dépôts bancaires. Nous avons ainsi pu vérifier que les fonctions d'offre de dépôts et de crédit sont des fonctions décroissantes de  $E$ .  $E$ , étant la variable qui capte les effets « technologiques » de la répression financière sur les coûts bancaire.

L'utilisation de la répression financière dans certains pays en développement a pour objectif, en plus du contrôle du système financier, d'assurer un revenu monétaire à l'Etat afin de faire face à la croissance des dépenses budgétaires engendrées par les différents projets de développement. La dernière partie du modèle a pour objectif de montrer comment l'Etat arrive, grâce à cette politique, à accumuler des recettes conséquentes de seigneuriage pour combler son déficit budgétaire.

## 1. CONSTRUCTION DU MODELE.

### 1.1 REPRESSION FINANCIERE ET DEMANDE DE MONNAIE.

En suivant la démarche de Sidrauski (1967) et de Roubini et S.I Martin (1992), nous supposons un environnement dans lequel vivent des individus identiques qui présentent une fonction d'utilité composée uniquement de biens de consommation et de stock monétaire.

$$U = \int_0^{\infty} e^{\rho t} [\ln c(t) + \beta(E) \ln m(t)] dt \quad (1)$$

U est fonction d'utilité intertemporelle. La fonction U est concave et continue<sup>46</sup>.

$\rho$  est le taux d'escompte.

$c(t)$  est la consommation en termes réels.

$m = \frac{M(t)}{P(t)}$  ou P représente le niveau des prix et M la masse monétaire en termes

nominaux.

$m(t)$  représente les encaisses monétaires réelles.

E est une variable qui reflète le niveau d'interventionnisme de l'Etat dans le secteur financier. Nous appellerons le contrôle de l'Etat sur le système financier : répression financière. E est utilisé pour capter les effets « technologiques » de la répression sur les services rendus par la monnaie aux consommateurs.  $\beta$  est un paramètre qui reflète ces aspects technologiques. Afin d'exprimer ces effets, nous choisissons d'introduire E dans la fonction d'utilité à coté de la monnaie.

$$\beta'(E) < 0 \text{ et } \beta''(E) > 0.$$

La fonction d'utilité inter-temporelle de la consommation et de la monnaie a déjà été utilisée par Roubini et S.I Martin (1992). Ces deux auteurs utilisent une forme plus complexe de la fonction d'utilité afin de montrer l'effet de la répression financière sur la croissance économique<sup>47</sup>. Ils supposent que la monnaie est une fonction

---

<sup>46</sup>  $U'(c,m) > 0$  et  $U''(c,m) < 0$

<sup>47</sup> La fonction d'utilité utilisée par ces deux auteurs est :  $U = \frac{[c(t) * m(t)^{\beta(A)}]^{1-\alpha}}{1-\alpha}$

décroissante du degré de la sophistication financière, c'est à dire que plus le système financier est développé, (présence de distributeurs automatiques de billets et de cartes de crédits), plus les bénéfices marginaux liés à la détention de la monnaie sont faibles. Cette hypothèse permet d'interpréter l'effet négatif du développement financier sur les coûts de transaction<sup>48</sup>.

Le terme  $\beta(E)$  a été utilisé par plusieurs auteurs dans les modèles économiques où la monnaie est considérée comme un moyen d'échange. C'est ainsi que Kimbrough (1986) utilise ce terme (qui reflétait l'ensemble des techniques de transaction) afin d'étudier les effets de la politique de la taxe optimale (lorsque celle-ci est utilisée comme un bien intermédiaire par les agents) sur les coûts de transaction. De la même manière, Feenstra (1986) utilise ce terme à travers les modèles de Baumol (1952), Tobin (1956) et Barro (1976), afin de montrer que le fait d'utiliser les encaisses réelles dans la fonction d'utilité et de les introduire dans la contrainte budgétaire du consommateur sous forme de coûts de liquidité ne change en rien les résultats finaux. Faig (1988) utilise la fonction  $E(.)$  dans un modèle à horizon infini afin de voir quel est le meilleur moyen de financement des déficit budgétaire. Pour cela, il compare l'utilisation d'une taxe implicite sur la monnaie par rapport à l'utilisation de taxes ordinaires.

Plus récemment, De Gregorio (1991) utilise ce concept afin d'examiner les effets de bien être relatifs aux innovations financières dans une économie donnée. En considérant  $\beta(E)$  comme l'ensemble des transactions technologiques,<sup>49</sup> qui dépendent des considérations institutionnelles (niveau de développement du marché de crédit par exemple), il souligne qu'en présence de seignuriage, les innovations financières augmentent le bien être, si l'inflation est faible, et réduisent le bien être si l'inflation est élevée.

Les consommateurs utilisent leur portefeuille pour détenir de la monnaie  $M$  et des actifs financiers  $F$ . Ils gagnent un revenu financier  $RF$  sur ces actifs et payent des taxes  $\alpha RF$  sur ce revenu.  $R$  et  $\alpha$  représentent respectivement le taux d'intérêt nominal versé par les institutions financières aux consommateurs et le taux de pression fiscale de

---

<sup>48</sup> Nouriel Roubini et Xavier Sala-i-Martin (1995), « A growth model of inflation, tax evasion, and financial repression » *Journal of monetary economics*, volume 35, n°2, p. 279.

l'Etat. De plus ces consommateurs bénéficient des transferts,  $Tr$  de l'Etat. Nous considérons dans notre modèle, que les consommateurs sont des rentiers, il n'y a donc pas de revenus du travail. La contrainte budgétaire des consommateurs se présente ainsi sous la forme :

$$M_t + F_t = M_{t-1}(1 + R) + Tr - C \quad (5)$$

$M$  représente la quantité de monnaie détenue en termes nominaux,

$\dot{M}$  représente la variation de  $M$

$F$  est la quantité d'avoirs financiers détenus en termes nominaux,

$\dot{F}$  représente la variation de  $F$

$Tr$  représente les transferts reçus de l'Etat en termes nominaux,

$C$  est la consommation en termes nominaux

$\alpha$  est le taux de pression fiscale,

$R$  est le taux d'intérêt nominal.

La contrainte budgétaire du consommateur montre que l'épargne (c'est à dire la partie du budget non consommée) est composée de l'investissement et de l'accumulation monétaire. La réécriture de la contrainte budgétaire en termes réels donne la formulation suivante :

$$\dot{M} + \dot{F} = FR(1 - \alpha) + Tr - C \Leftrightarrow \frac{\dot{M}}{P} + \frac{\dot{F}}{P} = fR(1 - \alpha) + tr - c \quad (3)$$

$f$ ,  $tr$  et  $c$  représentent respectivement, les avoirs financiers, les transferts publics et la consommation en termes réels. Par ailleurs nous avons :

$$\frac{\dot{f}}{f} = \frac{\dot{F}}{F} - \frac{\dot{P}}{P} \text{ d'où } \frac{\dot{F}}{P} = \frac{\dot{f}}{f} + f \frac{\dot{P}}{P}$$

De même nous avons :

---

<sup>49</sup> Dans son modèle, De Gregorio appelle la variable qui représente le degré de la sophistication financière  $\theta F(m)$  et l'utilise dans la contrainte budgétaire du consommateur plutôt que dans la fonction d'utilité.

$$\frac{m\&}{m} = \frac{M\&}{M} - \frac{P\&}{P} \text{ d'où } \frac{M\&}{P} = m\& + m \frac{P\&}{P}$$

La contrainte budgétaire du consommateur peut ainsi se transformer de la façon suivante :

$$m\& + f\& = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] f - \frac{P\&}{P} m + tr - c$$

$$m\& + f\& = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] f + \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] m - \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] m - \frac{P\&}{P} m + tr - c$$

$$m\& + f\& = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] (f + m) - \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] m - \frac{P\&}{P} m + tr - c$$

on pose  $a = f + m$ , on obtient:

$$a\& = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] a - \frac{P\&}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c \quad (4)$$

La contrainte budgétaire du consommateur s'écrit donc :

$$a\& = \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] a - \frac{P\&}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c \quad (5)$$

Avec  $a = m + f$  où  $m$  et  $f$  représentent respectivement, les avoirs financiers et les encaisses monétaires en termes réels.  $tr$  et  $c$  sont respectivement les transferts publics et la consommation en termes réels.

L'équation 5 représente la contrainte budgétaire du consommateur après transformation. Elle permet de percevoir au début du membre de droite une notion de taux d'intérêt réel après impôt et le coût associé à la détention de monnaie (qui dépend du taux d'intérêt après impôt et non pas de  $R$ ).

La maximisation de l'utilité du consommateur se présente sous la forme :

$$\underset{(c,m)}{Max} U(c,m) = \int_0^{\infty} e^{-\rho t} [\log c(t) + \beta(E) \log m(t)] dt$$

$$S/C \quad \&= \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] a - \frac{P\&}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c$$

La hamiltonien du problème s'écrit:

$$H = e^{-\rho t} [\log c(t) + \beta(E) \log m(t)] + \lambda \left[ \left[ (1-\alpha)R - \frac{P\&}{P} \right] a - \frac{P\&}{P} (1-\alpha)Rm + tr - c \right] \quad (6)$$

Les conditions de premier ordre sont:

En faisant le rapport entre les équations 7 et 8, nous obtenons l'équation de demande

$$\lim_{\mu \rightarrow 0} \gamma \left[ \left[ (1-\alpha)B - \frac{b}{b_E} \right] \alpha - \frac{b}{b_E} (1-\alpha)Bw + w - c \right] = 0 \quad (10)$$

$$\frac{\partial \alpha}{\partial \lambda} = -\frac{1}{b_E} \Leftrightarrow \gamma \left[ (1-\alpha)B - \frac{b}{b_E} \right] = -\frac{1}{b_E} \quad (a)$$

$$\frac{\partial c}{\partial \lambda} = 0 \Leftrightarrow \alpha - b_E \frac{c}{I} - \gamma = 0 \quad (8)$$

$$\frac{\partial w}{\partial \lambda} = 0 \Leftrightarrow \alpha - b_E \frac{w}{B(v)} - \gamma B(1-\alpha) = 0 \quad (3)$$

de monnaie qui se présente sous la forme<sup>50</sup>:

$$m_t^d = \frac{\beta(E)}{(1-\alpha)R} * c \quad (11)$$

La fonction de demande de monnaie en termes réels est une fonction croissante de la consommation, et décroissante du taux d'opportunité de sa détention : le taux d'intérêt nominal. Elle dépend aussi négativement du degré de la répression financière. La répression financière a pour effet de faire croître les coûts de transaction (relatif à la transformation d'actifs non liquides en actifs liquide) et par conséquent d'influencer le comportement en matière de choix de portefeuille des agents ce qui va réduire la demande d'encaisses.

Du côté bancaire, le niveau du développement financier reflète la capacité des banques commerciales à jouer leur rôle d'intermédiaires financiers en minimisant les coûts et en augmentant les profits. Un système financier non développé où réprimé

<sup>50</sup> Ce résultat a été trouvé par Nouriel Roubini et Xavier Sala-i-Martin (1992) où leur fonction de demande de monnaie était égale à :

$$M_t^d = \frac{\beta(E)}{\alpha R} * c$$

verra cette liberté d'action diminuer en raison des différentes contraintes de gestion que lui dicte l'Etat. La principale fonction bancaire qui sera atteinte par ces contraintes est la fonction d'offre de dépôts et de crédits. Notre objectif est de montrer que l'effet du contrôle direct de l'Etat sur le système bancaire réduit essentiellement son rôle d'intermédiaire à travers son effet sur les fonctions d'offre de dépôts et de crédits.

## **1.2 REPRESSION FINANCIERE ET INTERMEDIATION BANCAIRE .**

Dans la première partie du modèle nous avons montré l'effet de la répression financière sur le comportement des agents économiques à travers la fonction de demande de monnaie. Grâce à la répression financière, l'Etat peut influencer négativement sur les choix de portefeuille d'actifs monétaires des consommateurs à travers les coûts de transaction.

L'objectif de cette deuxième partie est de montrer que la répression financière agit, dans la même logique, sur le secteur financier, entravant ainsi le bon fonctionnement de l'intermédiation financière. A ce titre, les banques sont le principal secteur financier qui est affecté par la politique de répression de l'Etat. L'effet de l'interventionnisme de l'Etat sur le système bancaire apparaît à travers la réduction de la liberté d'action de ce secteur dans le choix de la politique de crédits la plus favorable et la politique de dépôts qui en découle. Nous considérons ainsi un système bancaire en situation de concurrence dont la fonction de profit se présente sous la forme<sup>51</sup>:

$$P(L, D) = \omega_1 L - \omega_2 D + gG - \hat{C}(D, L) \quad (12)$$

$G$  représente le montant des titres publics.

$g$  est le taux de rémunération des titres publics

$L$  représente la somme des crédits bancaires

$D$  représente la somme des dépôts bancaires.

$\hat{C}$  représente la fonction de coûts bancaire.

$\omega_1$  est le taux d'intérêt nominal sur les crédits

$\omega_2$  est le taux d'intérêts nominal sur les dépôts

---

<sup>51</sup> Frédéric Lobeux (1997), « *Banques et Marchés de Crédits* », PUF.



Klein (1971) et Monti (1972) utilisent la même fonction de profit pour une banque en situation de monopole et montrent que ce type de banques fixe les taux débiteurs en référence à la seule élasticité de la demande de crédits. Ils soulignent que les marges d'intermédiation sont étroitement liées aux élasticités de la demande de crédits et de l'offre de dépôts. Autrement dit, les banques vont gérer leur taux d'intérêt en fonction de leur pouvoir sur le marché mesuré par les élasticités des dépôts et des crédits. Une banque qui dispose d'un pouvoir de monopole va donc pouvoir offrir des taux débiteurs élevés et des taux créditeurs faibles. Dès lors, les politiques qui consistent à fixer les taux débiteurs à partir des taux créditeurs, doivent tenir compte de la structure de la fonction de coût de la banque. Selon Lobe (1997), lorsque la fonction de coût bancaire est additive, la banque procède à un arbitrage entre les titres publics et les créances sur le secteur privé afin de maintenir fixes ces taux.

Différent du modèle de Klein (1971) et de Monti (1972), ce modèle considère un secteur bancaire composé uniquement de banques commerciales en situation de concurrence. L'Etat intervient dans ce secteur par l'utilisation d'instruments directs de contrôle monétaire tels que la technique des réserves obligatoires et/ou la politique d'administration des taux d'intérêts. L'effet du contrôle de l'Etat sur le système bancaire engendre des coûts supplémentaires qui alourdissent la fonction de coût de la banque. La fonction de coût ainsi définie est de la forme :

$$\hat{C} = D^\alpha L^\gamma E^\beta \quad (13)$$

De la même manière que dans le modèle de demande de monnaie, E a pour objectif de capter les effets « technologiques » de la répression financière sur les coûts bancaires. C'est la raison pour laquelle nous l'avons introduit dans la fonction de coût. Pour plus de simplification, nous supposons que  $G$  est exogène c'est à dire que  $G \geq RO$  où  $RO$  représente les réserves obligatoires (voir les raisons du choix de cette hypothèse en annexe 1 du chapitre 3). La fonction de profit de la banque devient:

$$P(L, D) = \omega_1 L - \omega_2 D + gG - D^\alpha L^\gamma E^\beta \quad (14)$$

Face à cette situation, les banques vont choisir un volume de dépôts et de prêt maximisant leur profit. Nous avons donc :

$$\text{Max } P(D,L) = \omega_1 L - \omega_2(L+G) + gG - (L+G)^\alpha L^\gamma E^\beta$$

$$S/C D = L+G$$

Les conditions du premier ordre sont :

$$\frac{\delta P}{\delta L} = \omega_1 - \omega_2 - \alpha(L+G)^{\alpha-1} L^\gamma E^\beta - \gamma L^{\gamma-1} (L+G)^\alpha E^\beta = 0$$

$$d'où \quad \alpha(L+G)^{\alpha-1} L^\gamma + \gamma L^{\gamma-1} (L+G)^\alpha = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta} \quad (15)$$

Pour que  $L$  soit une fonction décroissante de  $E$ , il faudrait que le membre gauche de l'équation 15 soit être une fonction croissante de  $L$ . Ceci peut être facilement vérifié si nous supposons que la fonction de coût est homogène de degré 1 en fonction de  $D$  et  $L$  (hypothèse de rendement d'échelle constant). Nous avons ainsi  $\alpha + \gamma = 1$ . dans ce cas l'équation 15 peut se transformer comme suit :

$$\alpha \left( \frac{L}{L+G} \right)^{1-\alpha} + (1-\alpha) \left( \frac{L}{L+G} \right)^{-\alpha} = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta}$$

$$\text{On pose } x = \frac{L}{L+G} < 1$$

Soit  $\Phi(x) = \alpha x^{1-\alpha} + (1-\alpha)x^{-\alpha}$ , la dérivée de la fonction  $\Phi$  par rapport à  $x$  est :

$$\Phi'(x) = \alpha(\alpha-1)x^{-\alpha} - \alpha(1-\alpha)x^{-\alpha-1} = \alpha(1-\alpha)x^{-\alpha} \left( 1 - \frac{1}{x} \right) > 0$$

La dérivée de la fonction  $\Phi$  est croissante quel que soit  $x$ . Cela revient à dire que la fonction  $\Phi$  est une fonction croissante de  $L$  et donc  $L$  est bien une fonction décroissante de  $E$ . La condition de contrainte du bilan  $D=L+G$  nous permet de déduire

directement la fonction d'offre de dépôts à partir de l'équation 15. Par la même démonstration effectuée pour la fonction d'offre de crédit  $L$ , nous pouvons démontrer que la fonction d'offre de dépôts est une fonction décroissante de  $E$ .

Nous pouvons ainsi réécrire les conditions de premier ordre de la fonction de profit en fonction de  $D$ , nous obtenons :

$$\frac{\delta P}{\delta D} = \omega_1 - \omega_2 - \gamma(D-G)^{\gamma-1} D^\alpha E^\beta - \alpha D^{\alpha-1} (D-G)^\gamma E^\beta = 0$$

D'où

$$\gamma(D-G)^{\gamma-1} D^\alpha - \alpha D^{\alpha-1} (D-G)^\gamma = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta} \quad (16)$$

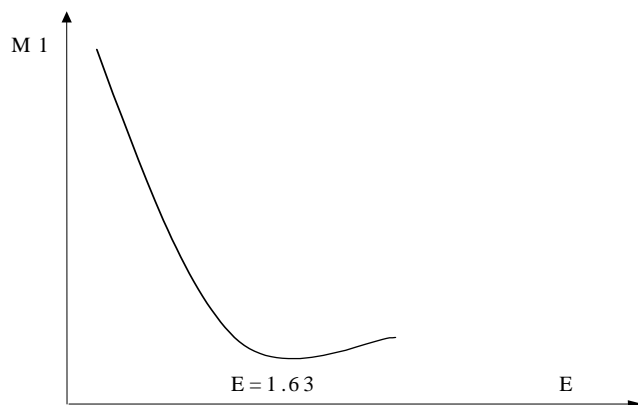
Le résultat du problème de maximisation du profit de la banque montre que le contrôle direct de l'Etat sur le système bancaire agit négativement sur les fonctions d'offre de crédit et de dépôts bancaires. Nous avons ainsi pu vérifier que les fonctions d'offre de dépôts et de crédit sont des fonctions décroissantes de  $E$ .  $E$ , étant la variable qui capte les effets « technologiques » de la répression financière sur les coûts bancaire.

L'utilisation de la répression financière dans certains pays en développement a pour objectif, en plus du contrôle du système financier, d'assurer un revenu monétaire à l'Etat afin de faire face à la croissance des dépenses budgétaires engendrées par les différents projets de développement. La dernière partie du modèle a pour objectif de montrer comment l'Etat arrive, grâce à cette politique, à accumuler des recettes conséquentes de seigneuriage pour combler son déficit budgétaire.

$$M1 = 0.016 \text{ PIB} - 0.0001 \text{ Rate} - 0.0037 E + 0.0011 E^2 + 1.092$$

$$\frac{dM1}{dE} = 0 \Leftrightarrow -0.0037 + 0.0022E = 0$$

$$\Leftrightarrow E = 1.63$$



Ainsi la variation de la demande de monnaie est fonction de la répression financière. Son évolution se produit en deux phases. Durant la première phase, la répression financière semble avoir un effet négatif sur la demande de monnaie. La demande de monnaie va ainsi baisser jusqu'au seuil de 1,63. A partir de ce seuil, la demande de monnaie devient insensible à la répression (ne baisse plus). Mais nous ne savons pas comment la demande de monnaie va évoluer à partir de ce seuil. Elle peut croître vite ou lentement comme elle peut se stabiliser.

Par ailleurs, ce graphique nous montre aussi, le très faible effet de la déréglementation sur l'évolution de la demande de monnaie. Les changements de politique économique qui sont exprimés par le point E montrent la difficulté à retrouver une situation d'approfondissement financier raisonnable (une évolution très lente de la fonction de demande de monnaie).

## **2 EFFET DE LA REPRESSION FINANCIERE SUR L'OFFRE DE CREDIT BANCAIRE.**

### **2.1 LA FONCTION D'OFFRE DE CREDIT DANS LA LITTERATURE.**

Les différentes études relatives à l'offre de crédit bancaire ont souvent mis l'accent sur les banques des pays développés. On trouve peu d'études sur l'offre bancaire des pays en développement en raison de la politique de crédit très restrictive dans ces pays. Ces études mettent l'accent sur deux idées principales. La première concerne l'impact de la baisse de l'offre du crédit bancaire sur les décisions d'investissement des emprunteurs alors que la seconde concerne l'effet et les canaux de transmission de la politique monétaire sur les décisions d'offre de crédits.

Les études de l'effet de la politique d'offre de crédit sur les décisions d'investissement se basent sur l'idée d'imperfection du marché de crédit qui met en évidence le problème d'asymétrie informationnelle. L'idée centrale de ces études se résume dans le fait que l'importance du coût d'information que les banques obtiennent sur les entreprises demandeuses de crédits est tellement élevé que les banques éliminent de facto les petites entreprises dont les rendements des crédits estimés sont plus faibles, Stiglitz et Weiss (1981). Une politique restrictive de crédit additionnée à ces caractéristiques de marché fera baisser essentiellement l'offre de crédits aux petits emprunteurs et pourrait même être une source de perturbation de l'activité économique, Bernanke et Blinder (1988).

L'analyse de l'effet de la politique monétaire sur l'offre de crédits bancaires, part de l'idée, très partagée, que le principal élément par lequel la politique monétaire affecte l'offre de crédit est la variation des réserves bancaires. Celle-ci peut se produire de plusieurs façons. Nous pouvons citer à titre d'exemple les opérations de vente de titres par la Banque Centrale dans le cadre d'actions d'open-market. Ce type d'opération augmente à la fois les réserves des banques et la demande de ces titres par les agents. Les opérations de réescompte changent aussi le volume des réserves et des emprunts bancaires. Ces opérations affectent le ratio réserves-dépôts et réserves-crédits. Pour faire face à ces variations, la théorie bancaire souligne que les banques ajustent leur portefeuille en augmentant leurs crédits et leurs titres, Smant (2002).

Plusieurs conditions ont été soulignées pour que la politique monétaire visant l'offre de crédit soit effective, Kashyap et Stein (1994). La première condition nécessite que la politique monétaire affecte directement le volume total de l'intermédiation bancaire. A ce titre, les réserves obligatoires ont toujours été utilisées comme argument de contrôle monétaire. Cependant les pratiques bancaires dans les systèmes financiers développés ont montré que la politique des réserves obligatoires n'affecte que faiblement l'offre de crédit, Romer et Romer (1990). La seconde condition souligne le lien entre le volume total de l'intermédiation et l'offre de crédit bancaire. Pour que ce lien existe, les banques doivent considérer les crédits et les titres comme des substituts imparfaits. La troisième condition repose sur l'aspect macroéconomique de l'offre de crédits. En effet, l'offre de crédit repose sur l'idée que les banques constituent le principal fournisseur de fonds pour les demandeurs d'emprunt. Ceci suppose l'inexistence d'autres sources d'emprunts ou leur faible substituabilité avec les banques. Dans ce type de cas, la politique monétaire qui vise la croissance des taux débiteurs ou une restriction quantitative de crédit, affecte directement l'offre de crédit bancaire.

Les analyses de l'effet du contrôle monétaire sur l'activité bancaire ont mis l'accent sur les méthodes que les banques utilisent afin d'ajuster leurs crédits (dépôts et actifs monétaires et non monétaires) aux variations de la politique monétaire, Romer et Romer (1990). Ces études ont fait ressortir plusieurs faits stylisés liés au contrôle monétaire restrictif. Bernanke et Blinder (1992), ont montré que la politique monétaire restrictive mesurée par la variation des taux de la Reserve Bank a réduit la détention des dépôts et des titres détenus par les banques au cours des neuf premiers mois qui ont suivi la décision de la baisse des taux. La baisse des crédits était plus faible mais elle a coïncidé avec la croissance du taux de chômage. L'offre de crédits bancaires est resté maintenu malgré la baisse des dépôts grâce aux émissions de titres bancaires.

D'autres auteurs ont mis l'accent sur la relation entre la politique monétaire, l'offre de crédit et l'activité économique mesurée par la production industrielle en pourcentage du produit. Ces études ont montré que la croissance de l'offre de crédits bancaires précèdent les variations de l'activité économique, Bernanke (1986), Lown (1990). Khan (1991) examine la relation entre la politique monétaire et les mouvements

des crédits bancaires aux Etats Unis d'Amérique. Il constate que la relation entre ces deux variables est dominée par les variations du taux de croissance.

Les mesures d'instruments de la politique monétaire, appliquées aux banques américaines, ont souvent été rapprochées aux taux d'intérêt de court terme tels que les taux sur les bons de trésor ou encore à des opérations ponctuelles qui visent des actions anti-inflationnistes Romer et Romer (1989). Malgré les résultats positifs obtenus par ces auteurs, ces mesures ont été jugées insuffisantes pour expliquer l'effet de la politique monétaire sur l'offre de crédit. Morris et Sellon, Jr (1995) trouvent en effet, que l'erreur de mesure dans le choix des taux d'intérêt de court terme comme instrument de la politique monétaire vient du fait que les variations des taux d'intérêts émanent de facteurs autres que la politique monétaire et que la baisse de l'offre de crédits dans certaines banques n'étaient pas liée aux taux d'intérêt. Les variations des taux étaient souvent le résultat d'une combinaison d'actions ordinaires et d'actions spécifiques. Les mesures d'actions anti-inflationnistes utilisées par Romer et Romer (1989) ont subi le même type de critiques dans la mesure où Morris et Sellon, Jr (1995) trouvent que ces actions ont tenu compte de facteurs externes tels que les chocs pétroliers.

Toutes les études d'offre de crédit citées ci-dessus ont été appliquées à un système bancaire développé dont les actions commerciales émanent des décisions de chaque banque. L'effet de la politique monétaire n'était donc pas aussi direct sur les décisions d'offre de crédit. Comme nous l'avons expliqué plus haut, les banques arrivaient à contourner les contraintes de la politique monétaire en émettant de nouveaux titres qui leurs permettaient de maintenir le même volume de liquidité.

Le système bancaire qu'on se propose d'estimer ne présente pas les mêmes caractéristiques des systèmes étudiées dans les analyses précédentes. Il s'agit d'un système embryonnaire, très souvent étatique comme est le cas de la plus part des banques des pays en développement. L'analyse de l'effet du contrôle monétaire sur l'offre de crédit bancaire sera donc différente des études précédentes.

## 2.2 EFFET DE LA REPRESSION FINANCIERE SUR L'OFFRE DE CREDIT AU MMA.

Comme nous l'avons expliqué dans le paragraphe 1 de la section 1 de ce chapitre, le modèle que nous nous proposons d'analyser est un modèle qui met l'accent sur l'effet de la répression financière (aspect très restrictif de la politique monétaire) sur l'offre de crédit bancaire. L'équation d'offre de crédit sous sa forme réduite, sera appliquée à la région du MMA sur la période de 1969 à 2000. Elle se présente comme suit:

$$L_{it} = \alpha_0 + \underset{(+)}{\alpha_1} (Marge)_{it} + \underset{(-)}{\alpha_2} (Public)_{it} + \underset{(-)}{\alpha_3} (E)_{it} + \underset{(+)}{\alpha_4} (E^2)_{it} + z_{it}$$

$L_{it}$  représente les crédits bancaires au secteur privé en millions de dollars constants du pays  $i$  à la date  $t$ .

$Public_{it}$  représente les créances à l'Etat en millions de dollars constants du pays  $i$  à la date  $t$ .

$Marge_{it}$  est la marge bancaire (différence entre les taux créditeurs et débiteurs) du pays  $i$  à la date  $t$ .

$E$  et  $E^2$  sont les mêmes variables utilisées dans la fonction de demande de monnaie.

$z_{it}$  est le terme d'erreur. Ce terme est composé de deux éléments aléatoires. Ces éléments sont indépendants entre eux et des variables explicatives et d'espérance nulle.

$u_i$  représente les effets spécifiques individuels. Pour chaque équation:  $z_{it} = u_i + \varepsilon_{it}$

Comme pour la fonction de demande de monnaie, nous avons vérifié la stationnarité de nos séries par l'application d'un test de racine unitaire en panel (*Phillips-Peron*). Toutes les variables étaient non stationnaires. Après une première différentiation, nous avons obtenu des variables  $I(0)$ , (voir annexe 2 du chapitre). Nous avons choisi d'estimer la fonction d'offre de crédit en données de panels à effets fixes. Le  $F$  test rejette au seuil de 1%, l'absence d'effets spécifiques. Comme dans la fonction de demande de monnaie, le problème d'hétéroscédasticité a été corrigé par une méthode de type *White* : «*Panel Corrected Standard Errors (PCSE)* ». Cette méthode permet de corriger l'hétéroscédasticité inter-pays, (voir annexe 2 et 3 du chapitre3).



*Tableau 2 : Résultats de l'estimation de la fonction d'offre de crédits bancaires.*

Nombre d'observations : 155 Nombre de groupe : 5 Période d'estimation : 1969-2000			
L	Coefficients	P-value	probabilités
Public	-0.812	-7.245	0.000
Marge	0.600	2.154	0.032
E	-0.698	-2.572	0.067
E <sup>2</sup>	0.213	3.674	0.001
c	3.206	3.217	0,001
Test effets fixes: Ch (2) : 3.612; Probabilité Ch (2) : 0,007 R2 : 0.70 DW : 2.098			

Les résultats de l'estimation semblent satisfaisants. Les signes des coefficients correspondent parfaitement aux prédictions du modèle et les valeurs obtenues sont toutes significatives. La répression financière semble avoir un effet négatif très important sur l'activité de crédit des banques au MMA. Ce résultat ne fait que confirmer la situation financière très restrictive des banques de cette région durant la période de répression. En effet, les politiques d'encadrement et l'application de taux préférentiels au profit du secteur public ne permettaient pas aux intermédiaires financiers d'avoir une politique de crédit qui leur est propre. Par ailleurs, l'obligation des banques de combler les besoins financiers de l'Etat est une contrainte supplémentaire qui a freiné la politique de crédit. Le signe de la variable « public » révèle le poids que constituent les créances à l'Etat sur l'activité bancaire.

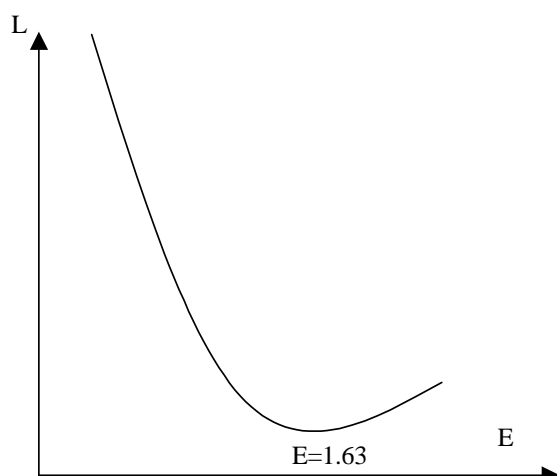
L'effet de retournement exprimé par la variable  $E^2$  montre l'emprise de l'Etat sur l'activité bancaire. Plus la répression est forte, plus les banques sont obligées de répondre aux politiques de crédit de l'Etat. La croissance de l'offre bancaire devient ainsi une croissance forcée qui ne répond à aucune initiative de la part des banques. Par ailleurs, l'effet de retournement qui exprime le passage d'une situation de répression sévère à une situation de répression modérée révèle que le changement de la politique économique n'implique pas forcément une amélioration rapide de la politique de crédit des banques lorsque celles-ci présentent un faible niveau d'efficacité.

Cette remarque fait rappeler la notion de clubs de convergence citée plus-haut dans lesquels les économies présentant un faible niveau de développement financier mettent plus de temps à retrouver un niveau d'équilibre élevé. Ces économies ne vont atteindre, dans les meilleurs des cas, qu'un niveau de développement de second rang. Les réformes du secteur financier ne peuvent pas se faire par de simples décisions politiques en l'absence d'un savoir-faire en matière de gestion de crédit, d'allocation de ressources ou tout simplement en marketing. Le difficile décollage d'une véritable politique de crédit au MMA peut être exprimé mathématiquement par la dérivation de l'équation d'offre de crédit par rapport à la variable E. Nous avons ainsi:

$$L = -0,812public + 0,6Marge - 0,0698E + 0,213 E^2 + 3,206$$

$$\frac{dL}{dE} = 0 \Leftrightarrow 0,427E - 0,698 = 0$$

$$\Leftrightarrow E = 1,63$$



Ainsi, en présence d'équilibres multiples, il est difficile de concevoir une politique qui permettra d'échapper à un équilibre bas sauf si des changements institutionnels arrivent à donner une impulsion au secteur financier de sorte à lui faire changer de trajectoire comme il s'est produit pour les pays asiatiques.

Au vu des résultats des équations de demande de monnaie et d'offre de crédit bancaire, il apparaît claire que la répression financière au MMA affecte négativement le

système financier et freine son développement. L'importance de la répression financière au MMA laisse penser que ces pays risquent de se trouver dans une situation de piège de sous développement si des transformations institutionnelles n'accompagnent pas la politique de libéralisation financière. Nous entendons par-là, la mise en place d'infrastructures physiques, financières, juridiques et humaines qui seront amenées à assurer un bon fonctionnement d'une économie de marché.

## **CONCLUSION.**

L'objectif de ce chapitre était de montrer l'effet de la répression financière sur le système financier à travers la fonction de demande de monnaie des agents et les fonctions d'offre de dépôt et de crédit bancaire. Pour cela nous avons construit un modèle théorique dans lequel nous avons montré analytiquement que la répression financière réduit l'activité bancaire et affecte la demande de monnaie des agents à travers les coûts de transaction. La répression permet aussi à l'Etat d'extraire des recettes conséquentes de seigneuriage.

L'estimation économétrique de ce modèle que nous avons appliquée aux pays du MMA sur la période 1969-2000, a confirmé l'effet négatif de la répression financière sur les fonctions de demande de monnaie et d'offre de crédit. Les résultats que nous avons obtenus ont montré aussi que les deux fonctions deviennent insensibles à la répression à partir d'un certain seuil.

Cette constatation a été possible par l'introduction de la variable  $E^2$  dans les deux fonctions afin d'exprimer l'effet de retournement ou de changement de situation. Le signe de cette variable étant positif, a suggéré deux interprétations. En ce qui concerne la fonction de demande de monnaie, le signe positif de la variable  $E^2$  fait rappeler que dans une économie où la répression financière est très élevée, la notion de demande de monnaie disparaît. Plus la répression est forte, plus les agents sont obligés de détenir de la monnaie. La demande de monnaie exprime dans ce cas la croissance de la taxe d'inflation. Le même constat peut être fait pour la fonction d'offre de crédit bancaire. Plus la répression est forte, plus les banques sont obligées de répondre à la politique de crédit de l'Etat et l'offre de crédit devient ainsi proportionnelle au degré de la répression.

La seconde remarque que suggère la variable  $E^2$  concerne le changement de situation c'est à dire le passage d'une situation de répression sévère à une répression modérée (situation de libéralisation financière). Le signe positif de la variable  $E^2$  fait penser au phénomène d'équilibres multiples qui peuvent conduire à l'apparition de clubs de convergence. En effet, dans une économie où le niveau de développement financier est initialement faible (répression très élevée), le changement de la politique économique (déréglementation des taux, libéralisation des marchés etc) n'aura qu'un effet très faible sur l'évolution de celui-ci. Les réformes financières ne vont conduire qu'à une situation de second rang en raison de l'existence d'un processus cumulatif : faible niveau d'épargne en raison du faible niveau du revenu. Cette situation conduit à une accumulation de capital peu dynamique et peu efficace qui va contribuer à maintenir l'économie dans un équilibre bas, Berthélemy et Varoudakis (1996a, 1996b, 1998).

Les résultats que nous avons obtenus par l'analyse économétrique, ne nous permettent pas à ce stade d'analyse, d'établir des conclusions sur la situation actuelle du système financier dans ces pays. Cette analyse nous a juste révélé que les effets de la répression financière sur le développement financier ont conduit à l'existence d'une situation financière particulière caractérisée notamment par une insensibilité des agents et du système bancaire à la forte répression financière qui a existé. Mais les effets de la répression financière n'ont pas concerné uniquement le système financier. La main mise de l'Etat sur l'ensemble du système économique a aussi affecté d'autres secteurs sensibles. Les politiques d'investissement adoptées par les pays du MMA ont eu la particularité de faire intervenir le système bancaire comme unique fournisseur de liquidité. L'Etat pouvait ainsi orienter les entreprises publiques vers la réalisation de ses projets de développement en leur assurant la garantie de système bancaire. Cette politique n'a eu cependant, que des effets de très court terme sur la croissance. Le choc pétrolier des années quatre-vingt a en effet montré les limites de cette politique suite à la baisse des revenus externes. L'effet négatif de la répression financière sur la croissance devenait bien apparent. Cet effet, sera étudié dans le chapitre suivant.

***ANNEXE 1 : DISCUSSION DU MODELE DE COMPORTEMENT DES BANQUES .***

**PROBLEME DE MAXIMISATION DE LA FONCTION DE PROFIT**

$$\text{Max } P(D,L) = \omega_1 L - \omega_2(L+G) + gG - (L+G)^\alpha L^\gamma E^\beta$$

$$\text{S/C } D = L+G$$

On rappelle que  $G$  représente le montant des titres publics. A ce titre  $G$  est contraint c'est à dire fixé par la Banque Centrale. S'il ne l'est pas, la solution intérieure au programme de maximisation s'écrit comme suit :

On appelle  $\mu$  le multiplicateur associé à la contrainte  $D=L+G$

Le Lagrangien s'écrit :

$$L = \omega_1 L - \omega_2 D + gG - D^\alpha L^\gamma E^\beta + \mu(D-L-G)$$

D'où les conditions du premier ordre :

$$\omega_1 - \alpha \frac{D^\alpha L^\gamma E^\beta}{D} - \mu = 0$$

$$\omega_2 - \gamma \frac{D^\alpha L^\gamma E^\beta}{L} - \mu = 0$$

$$g - \mu = 0$$

D'où

$$\alpha \frac{D^\alpha L^\gamma E^\beta}{D} = \omega_1 - g$$

$$\gamma \frac{D^\alpha L^\gamma E^\beta}{L} = g - \omega_2$$

Il faudrait que  $g > \omega_2$  pour qu'il y ait une solution intérieure, ce qui n'est pas généralement le cas : les réserves obligatoires (ou titres publics détenus par les banques)

sont moins bien rémunérées que les prêts à l'économie, mais ils sont détenus, en général, par contrainte de la part des Banques au profit du gouvernement.

Afin de résoudre ce problème, nous introduisons une contrainte supplémentaire, qui est  $G$  exogène, c'est à dire  $G \geq RO$  où  $RO$  représente les réserves obligatoires. Dès lors que  $g < \omega_2$ , cette contrainte sera saturée, et à ce moment nous pouvons réécrire le problème de maximisation avec uniquement  $L$  comme variable de choix,  $D$  s'en déduisant directement par  $D=L+G$

$$Max \Pi = \omega_1 L - \omega_2 (L + G) + gG - (L + G)^\alpha L^\gamma E^\beta$$

ce qui donne

$$\omega_1 - \omega_2 - \alpha(L + G)^{\alpha-1} L^\gamma E^\beta - \gamma L^{\gamma-1} (L + G)^\alpha E^\beta = 0$$

Soit encore

$$\alpha(L + G)^{\alpha-1} L^\gamma + \gamma L^{\gamma-1} (L + G)^\alpha = \frac{\omega_1 - \omega_2}{E^\beta}$$

## **ANNEXE 2 : RESULTATS DU TEST DE RACINE UNITAIRE EN PANEL.**

### **1. FONCTION DE DEMANDE DE MONNAIE**

#### **1.1 MASSE MONETAIRE M1 EN MILLIONS DE DOLLARS CONSTANTS.(M1)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
Date: 03/24/05 Time: 20:12  
Sample: 1969 2000  
Exogenous variables: Individual effects  
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel  
Total (balanced) observations: 155  
Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP-Fisher Chi-square	6.92090	0.7329
First-difference: PP-Fisher Chi-square	86.5322	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

### **1.2 PRODUIT INTERIEUR BRUT EN MILLIONS DE DOLLARS CONSTANTS (PIB)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
Date: 03/24/05 Time: 20:13  
Sample: 1969 2000  
Exogenous variables: Individual effects  
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel  
Total (balanced) observations: 155  
Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP-Fisher Chi-square	0.10144	0.98541
First-difference: PP-Fisher Chi-square	55.8812	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

### **1.3 TAUX NOMINAUX SUR LES DEPOTS (RATE)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
Date: 03/24/05 Time: 20:14  
Sample: 1969 2000  
Exogenous variables: Individual effects  
Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel  
Total (balanced) observations: 155  
Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP-Fisher Chi-square	6.87202	0.7375
First-difference: PP-Fisher Chi-square	90.6967	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality..

### **1.4 INDICE DE REPRESSION FINANCIERE (E)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
Date: 03/21/05 Time: 20:15



Sample: 1969 2000  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 155  
 Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP-Fisher Chi-square	6.56280	0.7660
First-difference: PP-Fisher Chi-square	84.0099	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## **1.5E<sup>2</sup>**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Date: 03/21/05 Time: 20:16  
 Sample: 1969 2000  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 155  
 Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP-Fisher Chi-square	7.60586	0.6673
First-difference: PP-Fisher Chi-square	89.9702	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## **2. FONCTION D'OFFRE DE CREDITS BANCAIRES.**

### **2.1 CREDITS BANCAIRES AU SECTEUR PRIVE EN MILLIONS DE DOLLARS CONSTANTS (L)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Date: 03/24/05 Time: 20:16  
 Sample: 1969 2000  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 155  
 Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP-Fisher Chi-square	6.86556	0.7381
First-difference: PP-Fisher Chi-square	89.2272	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

### **2.2 CREANCES A L'ETAT EN MILLIONS DE DOLLARS CONSTNATS (PUBLIC).**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Date: 03/21/05 Time: 20:17

Sample: 1969 2000  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 155  
 Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	2.09152	0.9956
First-difference: PP-Fisher Chi-square	83.8993	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

## **2.3 MARGE BANCAIRE (MARGE)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)  
 Date: 03/21/05 Time: 20:17  
 Sample: 1969 2000  
 Exogenous variables: Individual effects  
 Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel  
 Total (balanced) observations: 155  
 Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	5.46134	0.8583
First-difference: PP-Fisher Chi-square	90.6967	0.0000

\*\* Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality..

## **ANNEXE 3 : RESULTATS ECONOMETRIQUES.**

### **1. ESTIMATION DE L'EQUATION DE DEMANDE DE MONNAIE.**

**Dependent Variable:** D(M1\$)

Method: Panel Least Squares

Date: 03/24/05 Time: 20:34

Sample (adjusted): 1970 2000

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 150

Linear estimation after one-step weighting matrix

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance(d.f corrected)

Convergence achieved after 5 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.000498	0.000348	1.433341	0.1327
D(PIB)	0.016055	0.049285	2.273747	0.0280
D(Rate)	-0.000163	0.183532	-2.463740	0.0083
D(E)	-0.003747	0.001689	-2.237747	0.0280
D(E <sup>2</sup> )	0.001144	0.000626	1.828249	0.0696
AR(1)	0.451509	0.124387	3.629880	0.0004

#### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

#### Weighted Statistics

R-squared	0.434989	Mean dependent var	0.027048
Adjusted R-squared	0.168596	S.D. dependent var	0.789792
S.E. of regression	1.003444	Sum squared resid	84.82360
Sun squared resid	0.011166	Akaike info criterion	-6.534266
Log likelihood	500.0700	Schwarz criterion	-6.333557
Durbin-Watson stat	2.000188	F-statistic	7.346640
		Prob(F-statistic)	0.000000

Inverted AR root 0.45

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	6.519131	(4,146)	0.0796

## 2. ESTIMATION DE LA FONCTION D'OFFRE DE CREDITS BANCAIRES.

**Dependent Variable:** D(L)

Method: Panel Least Squares

Date: 03/24/05 Time: 20:25

Sample (adjusted): 1970 2000

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 155

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.206630	0.996613	3.217528	0.0016
D(MARGE)	0.600500	0.278664	2.154927	0.0328
D(PUBLIC)	-0.812360	0.112112	-7.245982	0.0000
D(E)	-0.698631	1.876110	-2.572797	0.0677
D(E <sup>2</sup> )	0.213832	0.317003	3.674544	0.0010

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)			
R-squared	0.709153	Mean dependent var	1.269078
Adjusted R-squared	0.441812	S.D. dependent var	7.004385
S.E. of regression	5.233115	Akaike info criterion	6.204201
Sum squared resid	3998.282	Schwarz criterion	6.380916
Log likelihood	-471.8256	F-statistic	16.23659
Durbin-Watson stat	2.000385	Prob(F-statistic)	0.000000

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	3.612498	(4,146)	0.00077



#### **CHAPITRE 4 : EFFETS DE LA REPRESSIION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE ECONOMIQUE AU MMA.**

Les théories de développement et de croissance se sont intéressées depuis longtemps au phénomène de la croissance économique et ont souligné l'importance de l'accumulation du capital physique dans la stimulation de son processus. Ces théories se divisent en trois courants distincts : le premier courant connu par le courant keynésien, était représenté par les travaux de Harrod (1948) et Domar (1946 et 1947). Le second courant appelé courant néoclassique, est apparu vers la moitié des années cinquante avec les travaux de Solow (1956) et Swan (1956). Le troisième courant qui représente le courant de la croissance endogène a vu le jour suite aux travaux de Romer (1986) et de Lucas (1988).

Après un rappel succinct des principales idées avancées par ces trois courants, l'objectif de ce chapitre est d'analyser la contribution de l'investissement à la croissance (section 1). Nous étudierons ensuite les canaux à travers lesquels l'investissement affecte la croissance. Nous pensons plus particulièrement à la productivité et au mode de financement de l'investissement. L'étude des déterminants financiers de l'investissement nous semble aussi nécessaire (section2). Par la suite nous estimerons une équation de croissance dans laquelle nous montrerons l'effet de la répression financière sur l'évolution du produit au MMA.

## ***SECTION 1 : CROISSANCE ET INVESTISSEMENT AU MMA.***

### ***1. LES CONCEPTS DE LA CROISSANCE.***

#### ***1.1 LES MODELES KEYNESIENS ET NEOCLASSIQUES DE CROISSANCE.***

En utilisant les principes d'analyse keynésienne, Harrod et Domar ont été les premiers à élaborer des modèles dans lesquels ils ont tenté de dégager des conditions d'une croissance équilibrée dans une économie capitaliste sous condition de plein emploi des ressources<sup>52</sup>. Ces deux auteurs arrivent à montrer que les dysfonctionnements du système capitaliste accentuent le manque de coordination entre les décisions d'épargne et d'investissement individuelles (même en présence de plein emploi). Ces dysfonctionnements éloignent l'économie du sentier d'équilibre ce qui oblige l'Etat à intervenir afin de la remettre sur ce sentier.

La théorie néoclassique adopte une approche plus optimiste et suppose résolu le problème de la coordination. En se basant sur des fonctions de production Cobb-Douglas à rendement d'échelle constant et à productivité marginale décroissante, les modèles néoclassiques, Solow (1956), supposent que les agents ont un choix unique qui porte sur le partage entre la consommation et l'épargne. L'épargne qui résulte de ce partage est automatiquement réinvestie, autrement dit injectée dans la fonction de production. Il en résulte une nouvelle production dont une partie est combinée dans la fonction de production précédente (avec le travail offert). La croissance qui découle de ce processus tend vers un état semi-stationnaire et cela indépendamment des valeurs initiales données au travail et au capital. Cela veut dire que les « sentiers de croissance équilibrée » de l'économie convergent tous vers un sentier unique où la production, le « capital », la consommation et l'emploi croissent tous au rythme de la population.

Dans le modèle de Solow, toutes les variables en « niveau » croissent au même rythme. Cela veut dire que le rapport de deux quelconques de ces variables est constant dans le temps et par conséquent le taux de croissance est nul. L'absence de croissance par tête en longue période est une conséquence du fait que par hypothèse la fonction de production de l'économie est à rendement d'échelle constant et à productivité marginale

---

<sup>52</sup> Cette condition découle de l'Hypothèse que la population active croît à un taux constant. Pour que le plein emploi soit maintenu, l'offre de travail doit croître au même taux que la population.

décroissante. Afin de permettre un taux de croissance positif avec ces hypothèses, les néoclassiques (Solow, 1956) ajoutent l'idée d'existence d'un progrès technique exogène qui permet l'augmentation du produit par tête grâce au développement de la productivité du capital et du travail. C'est à dire que le capital et le travail deviennent plus productifs au fur et à mesure que le temps passe.

L'explication de la croissance par des facteurs externes a été, cependant, critiquée par les tenants de la croissance endogène qui soulignent son manque d'analyse lorsqu'il s'agit d'expliquer d'autres facteurs de la croissance. En effet, en attribuant un aussi grand rôle à la technologie dans la croissance, la théorie minimise le rôle des autres facteurs et se trouve par conséquent, incapable d'expliquer la grande diversité du taux de croissance qui est observée dans le monde, (Lucas, 1988). C'est pourquoi (Romer, 1986) propose d'établir un modèle d'équilibre de croissance endogène dans lequel, la croissance dérive premièrement de l'accumulation des connaissances, de l'apprentissage et de la maximisation du profit des agents.

### ***1.2 LES MODELES DE CROISSANCE ENDOGENE SANS SECTEUR FINANCIER.***

Le modèle de croissance endogène se base aussi sur la fonction de production néoclassique. Son idée part d'une critique principale du modèle de Solow qui consiste à soulever l'idée d'épuisement de la production à long terme. Cet épuisement émane de l'hypothèse des rendements d'échelle décroissants. Afin de permettre une croissance de long terme, les tenants de la théorie de la croissance endogène, soulignent que l'offre de travail, moteur de la croissance, ne doit pas être limité. Pour cela, ils font tendre la part du travail dans la fonction de production vers zéro ce qui leur permet de représenter cette fonction sous la forme  $F(K)$ . Cette fonction est supposée homogène de degré un. Ainsi  $F(K) = a \cdot K$ . Cette fonction  $a \cdot K$  joue un rôle important dans la théorie de croissance endogène car elle décrit « un sentier » où la production croît à un taux constant au même rythme que  $K$ .

De plus l'explication des moteurs de la croissance par des facteurs exogènes a été estimée comme une explication incomplète de la croissance. Afin de remédier à cette lacune, les auteurs de la croissance endogène mettent l'accent sur l'idée d'externalités qui peuvent résulter des interactions des choix individuels. L'introduction



d'externalités peut se faire en supposant que l'augmentation de la quantité totale du capital disponible entraîne la hausse de la productivité du travail. Autrement dit l'accumulation des connaissances et de l'expérience se fait avec le développement de l'activité. La présence de ces externalités additionnées aux hypothèses du modèle permet un taux de croissance exponentiel qui dépend essentiellement du taux d'épargne contrairement au modèle de Solow. Ainsi selon cette théorie, des économies identiques peuvent avoir des taux de croissance différents.

L'importante implication des premiers modèles de croissance endogène est celle de dire que l'équilibre du marché est sous-optimal puisque les effets externes d'accumulation des connaissances ne sont pas prises en compte par la firme dans les prises de décisions. Romer (1986) et Lucas (1988) ont ainsi apporté une contribution fondamentale aux modèles de croissance. Cette contribution consiste à endogénéiser la formation du capital humain, hypothèse qui a conduit à donner un résultat analytique important. Ce résultat consiste à dire que lorsque les décisions d'investissement sont prises dans un environnement économique caractérisé par des rendements d'échelle croissants, la production marginale du capital ne baisse pas nécessairement au niveau du taux d'actualisation. Ainsi la motivation relative à l'accumulation du capital physique et humain va persister indéfiniment et la croissance de long terme du revenu par tête, dans le temps, pourrait être maintenu, (Ruttan, 1998).

Cependant, en dépit de l'importance des résultats apportés par les premiers modèles de croissance endogènes, ces modèles sont restés néanmoins théoriques et n'ont pas tenu compte des réalités économiques des pays auxquels ces modèles sont appliqués. Ainsi l'introduction de certains facteurs économiques tels que les facteurs fiscaux, monétaires et/ou la prise en compte du rôle de certains acteurs dans la croissance du produit tels que les intermédiaires financiers ont été omises. Ce n'est qu'avec l'apparition des nouveaux modèles de la théorie néoclassique de la croissance que l'intégration de ces acteurs est devenue réelle<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> L'idée de l'importance des intermédiaires financiers pour la croissance n'est cependant pas nouvelle puisqu'elle a été soulignée la première fois par Schumpeter (1912), mais ce n'est qu'à partir des années soixante-dix, lorsque ce secteur est devenu plus actif dans la vie économique que les théoriciens ont pensé l'introduire dans les modèles de croissance.

### **1.3 LES MODELES DE CROISSANCE ENDOGENE AVEC SECTEURS FINANCIERS.**

Dans la théorie néoclassique, les facteurs déterminants pour la croissance de long terme sont les facteurs de production, (Solow, 1956). Les autres facteurs tels que la monnaie et les intermédiaires financiers restent neutres. Dans la théorie keynésienne pour laquelle les phénomènes monétaires et financiers sont déterminants dans l'explication du niveau de l'activité, l'explication de la croissance ne se basait que sur des modèles de courte période.

La prise en compte de la monnaie et du secteur financier dans un horizon de long terme n'a été effective qu'avec les nouveaux modèles de croissance endogène. L'objectif principal de ces nouveaux modèles est de montrer que le taux de croissance du revenu par tête dépend non seulement des paramètres des fonctions de production et d'utilité mais aussi de la politique fiscale, de la politique commerciale, monétaire et financière. L'objectif était de montrer contrairement à la théorie néoclassique que ces politiques peuvent affecter aussi bien le niveau d'activité économique de long terme que le taux de croissance. L'idée générale de ces modèles, consiste à supposer que le développement du secteur financier permet d'améliorer l'efficacité allocative du capital. Le développement financier est introduit dans le modèle de sorte que toute augmentation de la productivité du capital aura un impact positif sur le taux de croissance de long terme de l'économie, [Berthélemy et Varoudakis, (1994)].

L'allocation des ressources par les intermédiaires financiers, dans ces modèles, est présentée selon trois méthodes. La première suppose que les intermédiaires financiers, par une meilleure gestion des risques de liquidité, peuvent orienter l'épargne vers des placements de long terme plus productifs, [Bensivenga et Smith, (1991)]. La seconde met l'accent sur la capacité des intermédiaires à orienter les épargnants vers un meilleur choix d'investissements productifs et ce par la diversification de leur portefeuille, [Greenwood et Jovanovic, (1990)]. La troisième est celle de dire que la collecte de l'information sur les projets d'investissement, par le secteur financier, lui permet d'orienter l'épargne vers les investissements les plus productifs accomplissant ainsi un effet quantité et qualité sur la croissance, [King et Levine (1993a)].

Ainsi, l'intégration du rôle des intermédiaires financiers dans la croissance n'est devenue possible qu'avec les nouveaux modèles de croissance endogène. Le secteur financier intervient ainsi dans le processus d'endogénéisation de la croissance en stimulant l'accumulation du capital productif et ce par une meilleure orientation de l'épargne vers des placements plus productifs, [Le Gallic, (1995)]. L'épargne et l'investissement restent ainsi les moteurs de croissance par excellence.

L'importance du secteur financier dans la stimulation de la croissance à travers ces deux agrégats a aussi été soulignée par les auteurs de la libéralisation financière. McKinnon (1973) et Shaw (1973), soulignent, en effet, les conséquences néfastes d'un contrôle massif du système financier sur la croissance. La théorie de la libéralisation suppose que dans un système économique où le secteur financier ne joue pas correctement son rôle d'intermédiaire, l'allocation d'épargne est faible et le choix de placements rentables est sous-optimal. La croissance économique se trouve par conséquent à des niveaux faibles. Le paragraphe suivant aura pour objectif d'analyser la relation entre l'investissement et la croissance au MMA.

## ***2. ANALYSE DE LA RELATION ENTRE LA CROISSANCE ET L'INVESTISSEMENT AU MMA.***

Selon McKinnon, la croissance économique ne peut être assurée sans une association adéquate entre l'épargne et l'investissement. La baisse de l'épargne conduira à la baisse de l'investissement et par conséquent celle du produit. Ce paragraphe analyse la relation entre la croissance et l'investissement au MMA. L'accent sera mis notamment sur l'étude de l'impact de la productivité sur la croissance dans ces deux régions.

### ***2.1 LA CROISSANCE ECONOMIQUE AU MMA.***

Le tableau 1 ci-dessous présente l'évolution du taux de croissance aux MMA mesuré en dollars constants (prix de 1995). Une lecture rapide du tableau permet de constater que le taux de croissance durant la décennie soixante-dix, présentait des niveaux relativement élevés à ceux du reste du monde. Cette évolution présente néanmoins une grande instabilité. L'origine de cette instabilité est liée aux fluctuations

des prix internationaux des matières premières dont les revenus d'exportation de ces pays en dépendent. En effet, le boom pétrolier de 1973 et 1979 a eu pour résultat la croissance des recettes d'exportations qui ont stimulé les investissements publics et permis ainsi le maintien de taux de croissance élevés. Le taux de croissance moyen annuel de la décennie 1970, dans les deux régions, était d'environ 6%.

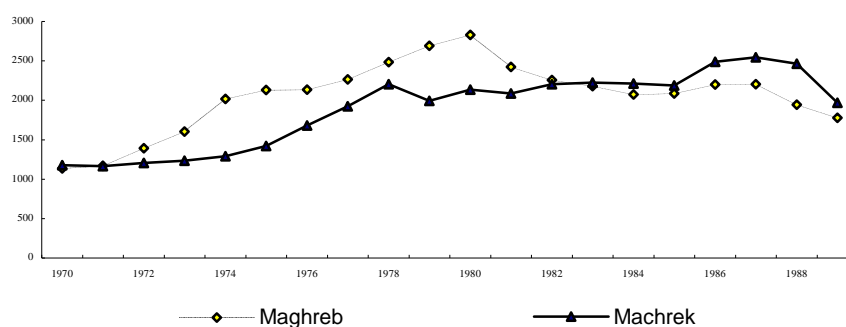
*Tableau 1 : Evolution du taux de croissance au MMA (en dollars constants).*

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1970-1980	1980-1989
<b>MMA</b>	3,90	8,76	5,91	3,65	6,28	4,78
<b>Maghreb</b>	6,57	6,55	3,89	2,96	6,32	3,42
<b>Machrek</b>	1,22	10,98	7,93	4,33	6,23	6,13
<b>reste du monde</b>	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1970-1980	1980-1989
<b>Asie de l'Est et pacifique</b>	7,30	7,14	6,75	8,08	6,89	7,42
<b>Revenu élevé</b>	4,14	3,46	2,27	3,77	3,58	3,02
<b>Revenu intermédiaire</b>	6,87	5,06	2,95	3,67	5,86	3,31
<b>A. du Nord et M. Orient</b>	n.a	6,23	2,35	1,38	3,05	1,86

Source: World Bank, World Development Indicators.

Mais la baisse des prix internationaux suite à la crise mondiale des années quatre-vingt a largement affecté la croissance de ces pays dont le taux a baissé en moyenne de 3,7%. La deuxième moitié de la décennie quatre-vingt était la période la plus difficile pour l'économie de cette région puisque les taux de croissance avaient commencé à chuter progressivement sans atteindre toutefois des valeurs négatives. Le résultat direct de ce recul s'est fait ressentir à travers la chute du produit par tête en dollars constants (4,53% en moyenne au Maghreb contre 0,9% seulement au Machrek). A la même période le produit par tête a augmenté de plus de 2,1% dans les pays à revenu intermédiaire et de 1.5% dans les pays de l'Asie de l'Est et du Pacifique.

*Graphique 1 : produit par tête au MMA en dollars constants.*



Source : Graphique construit à partir des données de la Banque Mondiale..

Le faible niveau du produit par tête au Machrek durant la première moitié des années soixante-dix s'explique en partie par les effets de la guerre de Kippour dont les conséquences étaient aussi économiques que sociales. En effet et à titre d'exemple, la Jordanie a eu des difficultés à acheminer sa production de phosphate vers les débouchés maritimes. Suite à la fermeture du canal de Suez, la Jordanie acheminait son phosphate vers le Liban via la Syrie, mais la fermeture des frontières syro-jordaniennes en mai 1973 a stoppé subitement le transport de cette matière première. La sécheresse de 1973 était aussi un autre facteur qui a accéléré la baisse du produit au cours de cette année. La reprise de la croissance à la seconde moitié des années soixante-dix a été stimulée, notamment, par les aides financières qu'ont reçues ces pays suite à la guerre de Kippour.

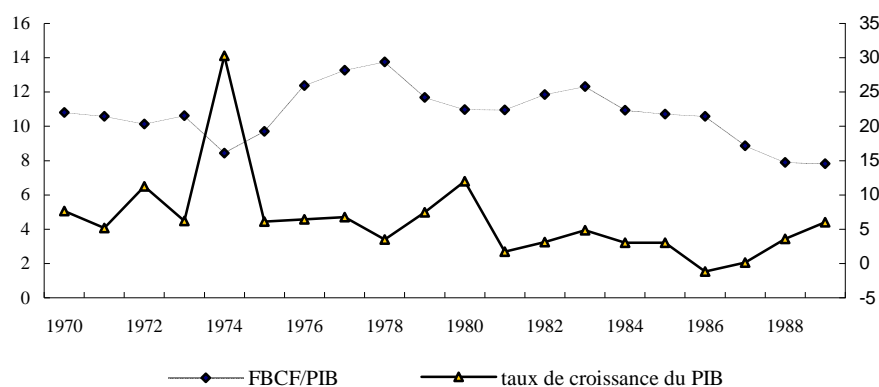
L'évolution du produit par tête au Maghreb durant la décennie soixante-dix a été stimulée notamment par la croissance des prix des matières premières (hydrocarbures et phosphate). Le taux de croissance sur cette période était en moyenne de 9%. L'Algérie est le seul pays de la région à enregistrer une forte croissance. Celle-ci était en moyenne de 11,44% contre 6,01% au Maroc et 8,13% en Tunisie. La décennie quatre-vingt était caractérisée par la baisse progressive du produit par tête. Cette baisse est liée notamment à la baisse du produit en Algérie (taux annuel moyen de baisse était de 4,77% entre 1980 et 1989). La baisse des prix mondiaux des hydrocarbures est la raison principale de ce relâchement. Le Maroc et la Tunisie ont aussi fait face aux effets de court termes relatifs au programme d'ajustement structurel engagé par ces deux pays vers la fin des années quatre-vingt.

Les fluctuations des marchés mondiaux ne sont pas les seuls facteurs qui ont affecté l'évolution du produit. Les théories néoclassiques de la croissance ont bien souligné le rôle critique que peut jouer l'accumulation du capital dans l'évolution de celui-ci. L'étude de l'effet de l'investissement sur le produit nous semble ainsi nécessaire.

## 2.2 LA CONTRIBUTION DE L'INVESTISSEMENT A LA CROISSANCE.

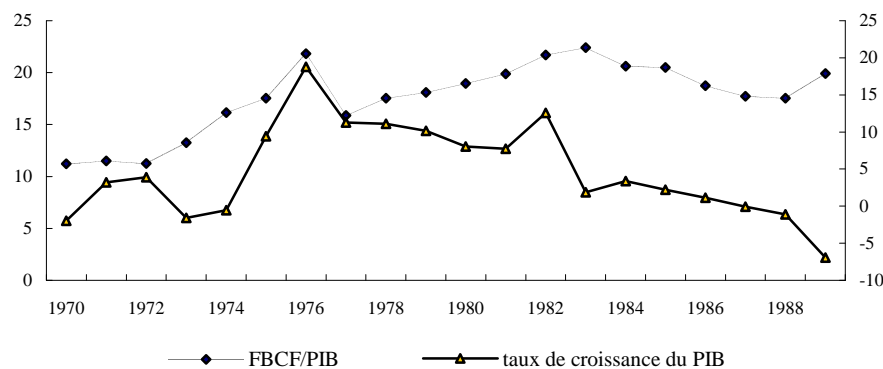
La forte association entre l'investissement intérieur brut et la croissance de long terme a bien été établie par les études empiriques. A titre d'exemple, la région de l'Asie de l'Est a réussi à maintenir sur une période de trente ans des taux de croissance du produit de l'ordre de 7 à 8% par ans soutenus par des taux de croissance de la formation brute du capital (en pourcentage du produit) de l'ordre de 30%, [Schmidt-Hebbel, Servén et Solomano (1996)]. L'évolution du produit estimé en millions de dollars constants ne semble pourtant pas s'accommoder à celle de l'investissement dans les régions du Maghreb et du Machrek comme le montre les graphiques 2 et 3 ci-dessous.

Graphique 2 : investissement et croissance au Maghreb.



Source: World Bank Indicators

Graphique 3 : investissement et croissance au Machrek.



Source: World Bank Indicators

Bien qu'une tendance semble se dégager dans l'évolution de la formation du capital agrégé au Maghreb, sa contribution dans la croissance n'est pas évidente notamment durant la décennie soixante-dix où la croissance avait atteint des taux très élevés au moment où la formation du capital a baissé. Au Maghreb la contribution de la formation du capital dans la croissance est bien apparente durant la décennie soixante-dix si nous mettons de côté la baisse de la croissance de l'année 1973 au cours de laquelle s'est déclarée la guerre de Kippour. Durant cette période et jusqu'en 1977 date à partir de laquelle une fracture semble se produire dans l'évolution des deux agrégats, le taux de croissance moyen annuel du produit évalué à 5,1% a été soutenu par une croissance moyenne de la formation du capital (en pourcentage du produit) de l'ordre de 14,82%.

Les graphiques de la croissance et de la formation du capital au MMA notamment au Maghreb rend difficile l'explication d'une relation de causalité entre les deux agrégats. L'absence de lien peut trouver des éléments d'explication au niveau de la sensibilité de l'investissement aux variations cycliques de la production. A court terme, l'investissement dépend du taux de croissance de la production et de la capacité d'utilisation des facteurs de production. Pendant le cycle de production, le produit détermine l'investissement par le principe de l'accélérateur. « Cette sensibilité de l'investissement aux variations cycliques suppose qu'une récession à court terme peut avoir des effets à long terme à cause de la baisse de l'investissement<sup>54</sup> ». A long terme, les économistes ont maintenu que l'accumulation du capital était la cause principale de la croissance de long terme. En effet, il est difficile de trouver des pays qui ont réussi à accroître le niveau du produit sans un effort important d'accumulation de capital. L'accumulation du capital n'est cependant pas suffisante pour garantir une croissance stable à long terme. Deux autres éléments sont aussi indispensables.

Le premier élément est l'accumulation d'inputs complémentaires tels que le capital humain et les connaissances technologiques. Benhabib et Jovanovic (1991) ont montré en effet, que l'accumulation du capital est une conséquence et non une cause du processus de croissance résultant de facteurs technologiques. Le deuxième élément est l'efficacité de l'investissement. Un important effort d'accumulation peut avoir des effets très faibles sur la croissance s'il vise des activités à très faible productivité sociale. La

prise en compte des connaissances technologiques est très difficile dans le cas de la région du MMA en raison du manque de données. L'effet de l'investissement sur la croissance sera ainsi considéré à travers l'effet de son efficacité.

### **2.3 CROISSANCE, INVESTISSEMENT ET PRODUCTIVITE AU MMA.**

La recherche d'un lien apparent entre l'investissement et le produit au MMA, a permis de constater une grande divergence entre les deux régions. La différence dans les niveaux de croissance et d'investissement peut être liée à d'autres facteurs financiers et de rentabilité.

Si nous nous limitons aux facteurs de rentabilité, nous pouvons constater de prime abord que le volume d'investissement était relativement élevé au MMA. Ce taux était même supérieur à celui du reste du monde. L'importance du volume d'investissement laisse penser ainsi que la variation de la croissance n'est pas due à un effet volume mais plutôt à un effet qualité.

*Tableau 2 : Investissement brut en pourcentage du PIB.*

	<i>1970-1974</i>	<i>1975-1979</i>	<i>1980-1984</i>	<i>1985-1989</i>	<i>1970-1980</i>	<i>1980-1989</i>
<b>MMA</b>	n.a	n.a	30,42	24,64	20,75	27,53
<b>Maghreb</b>	22,59	32,98	29,93	24,85	27,81	27,39
<b>Machrek</b>	n.a	n.a	30,91	24,43	13,68	27,67
<b>Revenu intermédiaire</b>	20,63	25,01	24,18	23,72	23,06	23,95
<b>OCDE à revenu élevé</b>	25,17	24,00	22,99	22,42	24,56	22,71
<b>revenu élevé</b>	25,18	24,12	23,16	22,42	24,64	22,79

*Source: World Bank, World Development Indicators.*

L'importance du volume d'investissement ne peut avoir des conséquences positives sur le taux de croissance si le taux de rendement des investissements entrepris reste faible. Le taux de rendement d'investissement est cependant difficile à calculer et les données qui sont disponibles ne donnent aucune information sur les taux de rendement des investissements dans ces pays. Afin de faciliter le calcul, nous prendrons des mesures approximatives telles que celles qui estiment l'efficacité des facteurs.

<sup>54</sup> Verdier Audrey (2001), « *Libéralisation financière et croissance économique : Le cas de l'Afrique Subsaharienne* », Harmattan.



### **2.3.1 MESURE DE L'EFFICACITE DES FACTEURS DE PRODUCTION.**

La mesure la plus utilisée pour estimer l'efficacité des facteurs de production et leurs effets sur la croissance sont celles qui tiennent compte de l'efficacité d'utilisation des facteurs d'inputs. Ces mesures reposent sur l'utilisation d'un seul indicateur qui est celui de la productivité totale des facteurs assimilée le plus souvent au degré d'utilisation de la technologie dans la production. La productivité totale des facteurs (*PTF*) ou progrès technique est un indicateur important dans la théorie néoclassique qui le considère comme le moteur principal pour le maintien d'une croissance de long terme. Cette idée, bien que traitée différemment, est reprise par la théorie de la croissance endogène qui explique les mécanismes de développement de la technologie et de la productivité et leurs canaux de transmission dans l'économie. Les études d'estimation de la croissance de long terme dans les pays en développement sont basées sur la fonction de production Cobb Douglas dans laquelle la *PTF* est mesurée selon différentes méthodes. Ces méthodes ont été utilisées pour la mesure de la *PTF* au MMA, mais les résultats obtenus n'étaient pas cohérents.

#### **2.3.1.1 LA DIFFICILE MESURE DE LA PRODUCTIVITE TOTALE DES FACTEURS AU MMA.**

Dans une étude sur les sources de la croissance, Senhadji (1999) a comparé la croissance de sept régions (dont la région du Moyen Orient) sur cinq périodes. Son objectif était de mesurer la contribution des facteurs de production dans la croissance. Pour cela, il a introduit dans la fonction de croissance : le capital physique et humain, le travail et le taux de croissance de chacun de ces facteurs. Il constate que la *PTF* dépend essentiellement de la part du capital physique dans les outputs réels. Plus cette part est élevée, plus la *PTF* est faible. Il explique ce phénomène par le fait que la baisse de la part du capital dans les outputs réduit le stock de capital et augmente en parallèle la contribution du travail. Ceci se produit par le fait que le stock du capital croît plus vite que le travail ce qui conduit à une corrélation négative entre la *PTF* et la part du capital physique dans le total des outputs. L'estimation économétrique des composantes de la productivité totale des facteurs appliquée à 88 pays sur la période 1964-1994 a révélé l'importance du capital humain et physique dans la détermination de la *PTF*. Cette

estimation a aussi montré que le niveau de la *PTF* des pays du Maghreb et du Moyen Orient est au même niveau que celui des pays industrialisés.

En suivant le même objectif, Bisat, El-Eriane et Helbling (1997), ont utilisé une fonction de production Cobb-Douglas afin de mesurer les composantes de la croissance dans treize pays arabes en mettant l'accent sur l'accumulation du capital et la productivité<sup>55</sup>. Pour cela, ils ont introduit, dans l'équation de production, la contribution du capital dans les facteurs de production représentée par le paramètre  $\alpha$ . La productivité totale des facteurs a été calculée selon trois méthodes : la première est celle d'attribuer une valeur fixe à  $\alpha$  égale à 0,3 ; la seconde a consisté à calculer  $\alpha$  selon les statistiques des comptes nationaux et la troisième méthode s'est basée sur des estimations économétriques.

Les résultats obtenus par ces auteurs étaient différents selon la méthode utilisée. La première méthode dans laquelle deux sous périodes étaient retenues (entre 1971 et 1996), a donné un taux de croissance moyen de la *PTF* négatif pour l'Algérie, le Maroc et la Jordanie et positive pour la Tunisie et l'Egypte. La valeur de  $\alpha$  mesurée sur la base des données des comptes nationaux a donné une part de capital relativement homogène pour les pays qui nous concernent mais ses valeurs étaient supérieures à 0,3 comme le montre le tableau 3 ci-dessous.

*Tableau 3 : Valeurs de la PTF mesurées par la méthode de la comptabilité nationale de Bisat et al.*

<i>Part du capital</i>	<i>Algérie</i>	<i>Maroc</i>	<i>Tunisie</i>	<i>Egypte</i>	<i>Jordanie</i>
<i>1970</i>	0,55	0,63		0,55	0,53
<i>1980</i>	0,57	0,62		0,64	0,54
<i>1990</i>	0,53				0,57
<i>Moyenne</i>	0,55	0,63	0,59	0,60	0,55

*Source : Bisat A, El-Erian, M.A., El-Gamal, M & Mongelli, F.P (1996), "Investment and Growth in the Middle East and North Africa" IMF/WP/96/ 124.*

L'estimation économétrique appliquée à chaque pays sur la période 1971-1990 a révèle une part du capital plus faible pour les pays du MMA sauf pour l'Algérie. Celle-ci était même de 0,065 pour la Tunisie ce qui montre la difficulté de trouver une mesure adéquate au paramètre  $\alpha$  et par conséquent à estimer la *PTF* pour ces pays.

### **2.3.1.2 UNE TENTATIVE DE MESURE DE LA PRODUCTIVITE TOTALE DES FACTEURS AU MMA.**

Les valeurs du paramètre  $\alpha$  obtenues par Bisat, El-Eriane et Helbling (1997) suite à l'utilisation de la méthode de la comptabilité nationale doivent être prises avec beaucoup de prudence en ce sens que cette méthode néglige certains facteurs pouvant influencer significativement le comportement des agrégats. On reproche souvent à cette méthode l'hypothèse qu'elle émet sur le fait que les élasticités de production sont égales à la participation de chaque facteur dans l'activité économique ce qui ne peut pas être vérifié sur le plan pratique. Par ailleurs, si nous nous basons sur les travaux de Nehru et Dhareshwar (1994) relatifs à la mesure de la *PTF* dans les pays en développement, nous remarquons que le coefficient du capital obtenu par Bisat et al...(1997) par la méthode de la comptabilité nationale est plus élevé que celui obtenu par les travaux de comptabilité de la croissance sur données internationales. C'est pourquoi et afin de tenir compte d'une éventuelle surestimation de la part du capital dans la rémunération des facteurs, nous prendrons en compte le coefficient de capital « usuel » qui est égale à 0,3 ainsi que les valeurs du coefficient de capital obtenues par Bisat et al...(1997) par les statistiques des comptes nationaux. Nous pouvons utiliser ces valeurs dans la mesure où la période utilisée par ces auteurs est la même que la notre.

Afin de calculer la productivité totale des facteurs au MMA, nous utiliserons l'équation de croissance qui se présente sous sa forme la plus utilisée : la fonction de production Cobb-Douglas.

$$y_t = A_t K_t^\alpha L_t^{1-\alpha} \quad (1)$$

où  $Y$  représente le total des outputs,  $A$  est le niveau de technologie,  $K$  est le montant du capital physique et  $L$  est le travail.  $\alpha$  représente la part du capital introduite dans les facteurs de production. L'équation 1 est homogène de degré 1 (hypothèse de rendements constants). De l'équation 1, nous déduisons que le taux de croissance des outputs peut être décomposé en taux de croissance de la technologie et le taux de croissance des facteurs d'inputs : le capital et le travail. Nous obtenons ainsi :

---

<sup>55</sup> Ces pays sont : Algérie, Bahrayn, Egypte, Jordanie, Kuwait, Liban, Maroc, Oman, Qatar, Arabie Saoudite, Syrie, Tunisie, Emirats Arabes Unis.

$$\frac{\Delta Y_t}{Y_{t-1}} = \frac{\Delta A_t}{A_{t-1}} + \alpha \frac{\Delta K_t}{\Delta K_{t-1}} + (1 - \alpha) \frac{\Delta L_t}{L_{t-1}} \quad (2)$$

L'équation 2 est une équation qui revient souvent dans les études empiriques sur la croissance. La productivité totale des facteurs est représentée par le terme  $\frac{\Delta A_t}{A_{t-1}}$  qui est considéré comme la contribution inexpliquée à la croissance une fois que celle du capital et du travail est épuisée. Les variables qui contribuent au calcul de la productivité totale des facteurs au MMA sont : Le taux de croissance du produit ( $Y$ ), le taux de croissance du stock du capital ( $K$ ) et le taux de croissance de la population active ( $L$ ) étant donné que les données relatives au marché du travail sont indisponibles. Les résultats de la *PTF* obtenus selon les deux méthodes que nous avons retenues sont résumés dans les deux tableaux suivants.

Tableau 4 : Productivité totale des facteurs au MMA pour  $\alpha = 0,3$ .

	1970-1974	1975-1980	1981-1985	1986-1990	1970-1980	1980-1990	1970-1990
<b>Maghreb</b>	1,33	-0,06	1,18	0,17	0,63	0,61	0,65
<b>Algérie</b>	-0,54	0,47	1,68	-1,88	-0,02	-0,09	-0,06
<b>Maroc</b>	-0,04	-1,34	1,56	0,34	-0,28	0,86	0,30
<b>Tunisie</b>	4,57	0,67	0,30	2,05	2,20	1,07	1,71
<b>Machrek</b>	0,78	6,50	0,99	0,39	3,75	0,63	2,29
<b>Egypte</b>	-0,97	1,12	2,34	4,07	0,04	2,91	1,55
<b>Jordanie</b>	2,53	11,88	-0,36	-3,29	7,47	-1,66	3,04

Source : World Bank Indicators.

Tableau 5 : Productivité totale des facteurs au MMA calculée par la méthode de la comptabilité nationale de A. Bisat et all .

	1970-1974	1975-1980	1981-1985	1986-1990	1970-1980	1980-1990	1970-1990
<b>Maghreb</b>	-0,22	-2,98	2,44	2,09	-1,39	1,44	-0,46
<b>Algérie</b>	-6,26	-1,12	5,09	0,72	-1,17	0,79	-0,95
<b>Maroc</b>	1,89	-6,07	2,50	1,35	-2,62	1,67	-1,69
<b>Tunisie</b>	3,71	-1,74	-0,26	4,22	-0,37	1,85	1,27
<b>Machrek</b>	1,32	2,76	-0,82	2,70	0,96	1,35	1,27
<b>Egypte</b>	0,28	-4,02	-0,64	6,98	-3,78	2,94	-0,03
<b>Jordanie</b>	2,36	9,53	-1,00	-1,59	5,70	-0,25	2,57

Source : World Bank Indicators.

Bien que les valeurs de la *PTF* obtenues par les deux méthodes de calcul soient différentes, leurs tendances correspondent à celles trouvées par Bisat et al (1997). En effet, la productivité totale des facteurs durant les années soixante-dix est en moyenne négative pour les pays exportateurs de matières premières tels que l'Algérie, l'Égypte et le Maroc. Celle-ci a tendance à baisser pour l'Algérie et la Jordanie et à s'améliorer pour l'Égypte, la Tunisie et le Maroc.

La baisse du niveau de la *PTF* en Algérie durant la décennie quatre-vingt peut s'expliquer par la baisse de la performance des secteurs dont la production dépend essentiellement de la variation des prix des matières premières notamment les hydrocarbures. La mauvaise performance des investissements n'a pas concerné uniquement les pays exportateurs de matières premières puisque la Jordanie a aussi présenté une baisse du niveau de la *PTF* dans les deux méthodes de calcul. Seule la Tunisie se différencie du groupe par le maintien d'une *PTF* positive.

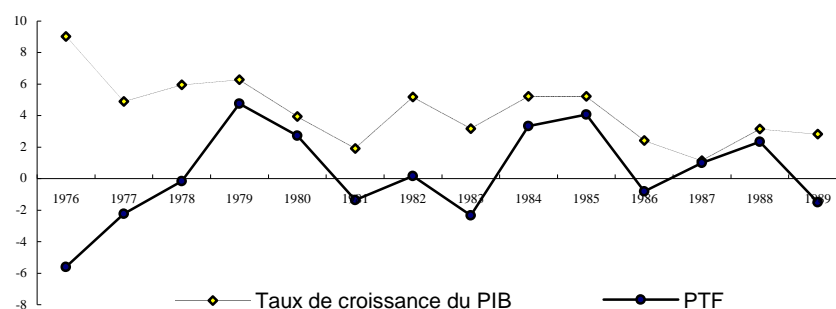
Cette brève analyse permet de conclure que les pays du MMA, sauf exception, ont eu beaucoup de difficultés à améliorer l'efficacité de leurs facteurs de production. La forte variation de la *PTF* dans les pays exportateurs de matières premières montre que la composition sectorielle du produit a un impact non négligeable sur son évolution.

Il faut noter toutefois que la mesure de la productivité pose plusieurs problèmes. Un des principaux problèmes vient du fait que la *PTF* est une variable procyclique qui dépend des cycles des affaires et de ce fait son calcul tient compte des effets de court terme de la demande. Afin de contourner ce problème, on utilise souvent des moyennes annuelles ou périodiques afin d'éliminer les effets qui ne sont pas liés à la croissance de long terme. Mais les moyennes périodiques comme celles représentées dans les deux tableaux ci-dessus, ne garantissent pas que tous les effets résiduels soient éliminés. Dans ce sens, Bisat et al (1997) soulignent que si une économie est incapable d'utiliser toutes ses capacités de production de long terme en raison des mesures de politiques discrétionnaires, la valeur moyenne de la *PTF*, dans ce cas, serait incapable d'éliminer les effets de cette politique même à long terme. Ces auteurs ajoutent néanmoins qu'à long terme, les observations ont montré que les effets résiduels finissent par avoir un effet positif sur la croissance et ce par leur impact sur l'efficacité de la production.

Dans les pays du MMA où la production des matières premières (hydrocarbures, phosphates, gaz naturel et autres) tient une large part dans le produit, l'interprétation de la *PTF* devient encore plus critique. En effet, la valeur réelle des ressources induites par ces matières premières est un important facteur de production qui doit être pris en compte dans notre analyse. Les grandes crises internationales ont montré que les fluctuations des prix réels des matières premières sont très importantes. L'importante baisse de la *PTF* dans ces pays durant les années quatre-vingt est plus liée à ce facteur conjoncturel. Nous remarquons en effet, que les fortes baisses sont enregistrées par les pays exportateurs de matières premières tels que l'Algérie et le Maroc. Une meilleure étude de l'effet de la productivité sur la croissance doit à notre avis éliminer la présence de ces facteurs dominant de façon à ne tenir compte que la valeur de la production et du produit hors hydrocarbures par exemple.

L'impact des facteurs conjoncturels et cycliques dans le calcul de la *PTF* nous semble très apparent au Maghreb à travers le graphique ci-dessous. Le phosphate et les hydrocarbures sont en effet, un important facteur de production dans ces pays. Toute variation des valeurs réelles de ces produits a un effet direct sur la *PTF* et par conséquent sur la croissance. Le taux de croissance du produit exprimé en dollars constants semble en effet, évoluer dans le même sens que la *PTF*. Les variations du niveau du produit semblent ainsi plus liées aux variations de l'efficacité des facteurs de production.

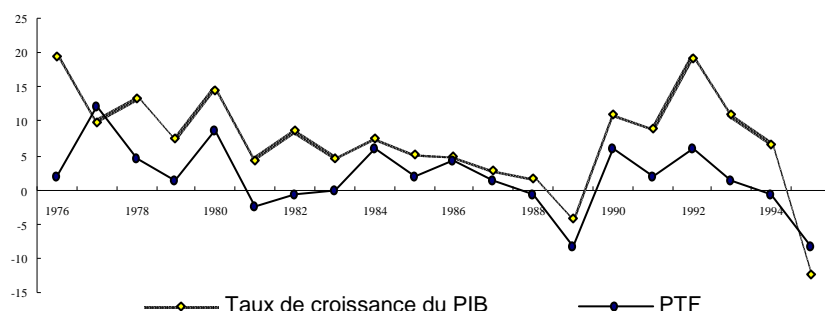
*Graphique 4 : Efficacité des facteurs de production et taux de croissance au Maghreb.*



Graphique construit à partir de données de la banque mondiale et de la PTF du tableau 4.

Cette même remarque peut être faite pour le Machrek. Les fluctuations du taux de croissance varient, en effet, dans le même sens que celles de la *PTF*. L'effet apparent de la productivité totale des facteurs sur les variations du produit est visible sur toute la période d'observation.

Graphique 5 : Efficacité des facteurs de production et taux de croissance au Machrek.



Graphique construit à partir de données de la banque mondiale et la PTF du tableau 4.

La lecture des deux graphiques ci-dessus nous a ainsi permis de constater l'existence d'un lien apparent entre l'efficacité des facteurs de production mesurée par la productivité totale des facteurs et l'évolution du niveau du produit intérieur brut. La variation du stock du capital semble bien influencer les variations du produit. Afin de renforcer cette constatation, le calcul d'un autre indicateur nous semble nécessaire. Nous pensons à l'utilisation du coefficient marginal du capital qui mesure le niveau marginal de l'investissement. Ce coefficient est considéré comme le meilleur indicateur de la qualité des investissements dans les études économiques.

### 2.3.2 MESURE DU NIVEAU MARGINAL DE L'INVESTISSEMENT.

#### 2.3.2.1 LE COEFFICIENT MARGINAL DU CAPITAL.

Le coefficient marginal brut du capital (*CMC*) qualifié en anglais d'*incremental capital output ratio*, est un concept qui est souvent utilisé pour mesurer la productivité de l'investissement. Il exprime le rapport entre l'investissement brut et l'accroissement du produit. Kuznets (1960) était parmi les premiers auteurs à utiliser ce coefficient par une étude comparative entre la productivité de l'investissement de plusieurs pays durant les années cinquante. Ce coefficient a aussi été utilisé par Guillaumont (1985) qui a fait une comparaison entre le *CMC* des pays industrialisés et plusieurs régions du monde. Il

trouve à cet effet que le *CMC* est plus élevé dans les pays développés que dans les pays en développement avec une tendance à la baisse pour les pays exportateurs de pétrole.

Dans son étude, Guillaumont (1985) critique la méthode de calcul du *CMC* et considère que ce concept bien que commode présente quelques lacunes en ce sens que le numérateur n'exprime pas véritablement une variation du capital. Par ailleurs, ce coefficient est établi à partir de flux mesurés sur une ou plusieurs années et de ce fait il n'est pas vraiment marginal<sup>56</sup>. Puisque le coefficient marginal du capital est utilisé comme un indicateur de l'efficacité de l'investissement, Guillaumont (1985), propose de distinguer les facteurs qui n'influencent pas l'efficacité de ceux qui l'influencent. Il déduit que les facteurs d'efficacité du capital qui agissent sur le *CMC* sont : les prix relatifs, le degré et le mode d'utilisation du capital.

#### 2.3.2.2 LE COEFFICIENT MARGINAL DU CAPITAL AU MMA.

Afin de mesurer l'efficacité de l'investissement au MMA, nous nous rapportons à la méthode classique du calcul du *CMC* à savoir l'investissement brut rapporté à l'accroissement du produit. Nous avons décidé de retenir cette méthode plutôt que celle proposée par Guillaumont (1985) car les caractéristiques de développement des pays du MMA correspondent à celles des pays en développement pour lesquels ce coefficient a été retenu.

Tableau 6 : Coefficient marginal du capital dans les pays du MMA .

	1970-1974	1975-1980	1981-1985	1986-1990	1970-1980	1980-1990	1970-1990
<b>Maghreb</b>	7,37	3,99	2,94	6,26	5,53	4,38	5,09
<b>Algérie</b>	4,70	2,68	3,19	8,43	3,59	5,43	4,65
<b>Maroc</b>	1,66	2,29	2,71	5,03	2,01	3,64	2,90
<b>Tunisie</b>	15,75	7,01	2,92	5,33	10,98	4,07	7,72
<b>Machrek</b>	1,43	1,45	3,21	3,82	1,45	3,34	2,43
<b>Egypte</b>	1,56	1,33	1,95	1,74	1,43	1,80	1,63
<b>Jordanie</b>	1,31	1,58	4,46	5,90	1,46	4,88	3,23

Source : calculs effectués à partir des données de la Banque Mondiale.

<sup>56</sup> Il faut cependant distinguer entre le coefficient marginal du capital, la productivité marginale du capital et l'efficacité marginale du capital. Selon P. Guillaumont (1985), « la productivité marginale du capital est la variation du produit qui résulte d'une variation infinitésimale du capital, toutes choses égales d'ailleurs (notamment les autres facteurs). L'efficacité marginale du capital ou taux de rentabilité interne de l'investissement est le taux d'actualisation qui appliquée à la somme des revenus nets (attendus) de l'investissement rend la valeur actuelle de cette somme égale au coût de l'investissement. Le coefficient marginal du capital compare à une variation de capital, qui n'est pas nécessairement petite, une variation de valeur ajoutée (et non de revenu net ou de profit), pendant une période de durée égale (et non pendant vie du capital), les autres facteurs de production pouvant simultanément varier (n'étant pas tenus fixes) »



La première lecture du tableau fait apparaître un coefficient marginal très élevé pour le Maghreb par rapport à celui du Machrek mais avec une tendance à l'accroissement pour les deux régions durant les années quatre-vingt. Nous remarquons aussi qu'il existe une grande disparité des coefficients dans des régions où le revenu par tête est relativement comparable. En effet, l'Egypte, le Maroc et la Jordanie présentent un niveau de *CMC* faible. Ceci peut s'expliquer par la dépendance de ces pays (Egypte et Maroc) aux exportations des matières premières. Il est en effet, largement vérifié par des études précédentes que les pays exportateurs de matières premières présentent un *CMC* faible. Par ailleurs, l'importance du *CMC* en Tunisie et en Algérie durant la première moitié des années soixante-dix, peut trouver son explication dans la politique économique suivie par ces deux pays durant leurs premières phases de développement et qui a nécessité des investissements dans l'infrastructure, l'industrie lourde (Algérie) et l'Agriculture (Tunisie) où les coefficients de capital sont généralement élevés. A titre d'exemple, les investissements en infrastructure et industrie en Algérie pour la période de faible croissance (1986-1990), a été estimé à 50,1% de l'ensemble des dépenses publiques contre 3.7% seulement pour l'agriculture. Enfin la croissance du *CMC* à partir de la deuxième moitié des années quatre-vingt correspond au ralentissement de la croissance dans ces deux régions.

La variation de la croissance au MMA semble ainsi être liée à celle de la productivité. Nous avons pu vérifier en effet, que la baisse de l'efficacité des investissements mesurée par la productivité totale des facteurs et le coefficient marginal du capital, est liée essentiellement à la politique industrielle suivie par ces pays et qui s'est basée sur des répartitions sectorielles (hydrocarbure et phosphate et agriculture) qui génèrent des coefficients de capital élevés. Mais l'arrêt de l'analyse à ce stade d'étude risque de rendre nos conclusions un peu hâtives. En effet, la croissance du produit peut être influencée indirectement par les pratiques de l'Etat au niveau des décisions d'investissement. Nous entendons par ceci les décisions de financement et le rôle que peut jouer l'Etat dans sa politique d'octroi de crédit aux secteurs prioritaires à travers le secteur bancaire. Autrement dit, nous cherchons à savoir si les politiques de contrôle du système bancaire pratiquées par les pays du MMA durant la période pré-réformes ont affecté la croissance par leurs effets sur l'investissement. Il s'agit d'étudier les déterminants financiers de l'investissement.

## **SECTION 2 : LES DETERMINANTS FINANCIERS DE L'INVESTISSEMENT .**

### **1. LA QUESTION DE L'EPARGNE .**

Si on se base sur l'hypothèse de l'importance de l'accumulation du capital comme principal conducteur de la croissance, comme le souligne les théories néoclassiques et néo-libérales, L'étude de la relation entre l'épargne et l'investissement devient nécessaire afin de comprendre le principe selon lequel l'augmentation de l'épargne est le moyen le plus sûr pour augmenter la croissance. La difficulté de cette étude apparaît cependant dès le départ tellement les indicateurs de ces deux agrégats sont différents ex-ante. En effet, l'épargne dépend essentiellement du revenu et de la richesse alors que l'investissement dépend du risque et du rendement. Cette difficulté devient plus ardue lorsque l'étude porte sur une économie ouverte dans laquelle la mobilité du capital est assez suffisante pour permettre d'investir l'épargne nationale à l'étranger. Dans ce cas la croissance de l'épargne nationale se reflète plus dans la croissance de la balance des comptes courants plutôt que dans la croissance de l'investissement<sup>57</sup>. Le problème est moins compliqué dans une économie fermée car l'épargne et l'investissement doivent être égaux ex-post.

Par ailleurs, les études portant sur les pays en développement ont montré que l'épargne dans les pays à revenu faible, ne devient significative que lorsque le niveau du revenu devient supérieur au niveau de subsistance, [Ogaki, Ostry et Reinhart (1996)]. De même, lorsque le revenu des ménages dépend des revenus agricoles, les fluctuations cycliques dues aux variations des conditions climatiques rendent le revenu instable voir incertain. Cette incertitude est aggravée par les variations conjoncturelles relatives aux chocs externes ou à l'instabilité macroéconomique, (Deaton, 1991). Mais malgré ces insuffisances de revenu, l'épargne nationale finance une grande part de l'investissement intérieur dans les pays en développement. L'étude du lien entre l'épargne et l'investissement devient ainsi nécessaire. L'étude de l'épargne concernera deux de ses principales composantes : Il s'agit de l'épargne publique et de l'épargne financière.

---

<sup>57</sup> Cette idée est contraire à l'étude de Feldstein et Horioka (1980) dans laquelle ils ont mis en évidence une corrélation de 90% entre le taux d'épargne brute et le taux d'investissement domestique dans les pays industrialisés. Ces deux auteurs interprètent ces fortes corrélations par l'insuffisance de la mobilité internationale du capital. Feldstein a montré par la suite que même en l'absence de barrière à la mobilité du capital, les épargnants qui sont averses au risque préfèrent investir leur épargne sur le marché local. Mais cette interprétation en terme de mobilité réduite a été contestée suite au développement des marchés financiers internationaux. La corrélation entre l'épargne et l'investissement s'explique désormais de manière différente par l'effet des politiques économiques ou l'existence de facteurs cachés qui feraient bouger l'épargne et l'investissement parallèlement à long terme. (Voir dans ce sens la collection : Analyses Economiques n° 42 de juin 2004 du Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie Français sur l'équilibre épargne investissement au niveau mondial).

### **1.1 ÉPARGNE PUBLIQUE ET ÉPARGNE NATIONALE.**

L'importance de l'épargne intérieure dans la composition de l'épargne nationale est bien établie dans la théorie économique. D'une façon générale, l'épargne dépend de la perception de l'évolution future du revenu disponible. Cette perception est liée essentiellement à la politique budgétaire dont dépend l'épargne publique. Les théories ne sont pas d'accord cependant sur l'efficacité de la politique budgétaire par rapport à l'épargne. Deux courants sont en présence. Le premier voit que la baisse de l'épargne publique conduit à la baisse de l'épargne nationale. La réduction des impôts et/ou la croissance des dépenses publiques impliquent la croissance de la consommation et décourage ainsi l'épargne des ménages. Le deuxième courant qui se base sur le théorème de l'équivalence ricardienne, voit que la baisse de l'épargne publique implique la croissance d'un montant équivalent d'épargne privée.

En effet, pour un niveau donné de dépenses publiques, un déficit dû à une réduction des impôts courants conduit à une hausse future des impôts qui ont la même valeur présente que la baisse initiale. Les ménages augmentent donc leur épargne pour pouvoir payer ces impôts futurs. Les résultats empiriques rejettent cependant, plus ou moins l'équivalence ricardienne dans les pays en développement bien qu'ils soulignent la relative importance de l'épargne privée, [Chambas et Combes (1995)]. Ceci nous conduit à avancer l'idée de l'importance de l'épargne publique comme instrument efficace pour augmenter l'épargne nationale.

Les statistiques relatives à la répartition de l'épargne domestique entre épargne publique et privée pour les régions du Maghreb et du Machrek ne sont malheureusement pas disponibles et il nous a pas été possible de mesurer l'importance de chaque variable dans la composition de l'épargne intérieure. Nous pouvons avancer toutefois que l'importance du secteur public dans ces deux régions laisse penser à une épargne publique conséquente mais ceci n'exclut pas l'importance des autres composantes de l'épargne comme nous le verrons plus loin.

## **1.2 TAUX D'INTERET ET EPARGNE FINANCIERE .**

Selon Mc-Kinnon et Shaw, la faiblesse de l'épargne intérieure dans les pays en développement est liée en partie à la faiblesse de l'épargne financière. Celle-ci émane de l'application d'une politique inadaptée de contrôle des taux d'intérêt qui associée à un taux d'inflation élevé, rend l'épargne financière notamment les dépôts bancaires non attractifs. Cette idée vient de l'hypothèse implicite de la sensibilité de l'épargne financière au taux d'intérêt. Cette hypothèse manque cependant, de cohérence avec les analyses théoriques et les études empiriques relatives à l'effet d'une croissance des taux d'intérêt sur l'épargne. Ces études ont montré que cet effet est ambigu en raison de la présence simultanée d'un effet de substitution qui tend à augmenter l'épargne au détriment de la consommation et un effet revenu qui augmente la consommation au détriment de l'épargne<sup>58</sup>. La présence d'une répression financière par le contrôle des taux d'intérêt additionné à un taux d'inflation élevé rend les variations de l'épargne encore peu sensible à celles des taux d'intérêt.

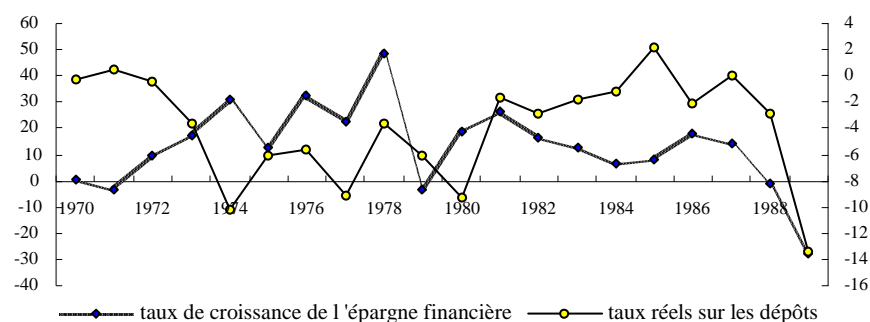
Ceci apparaît bien à travers les graphiques 6 et 7 qui représentent l'évolution du taux d'intérêt réel et des dépôts à terme en dollars constants au MMA<sup>59</sup>. Ces graphiques montrent en effet, que la variation de l'épargne financière est peu sensible au taux d'intérêt et a tendance, à osciller, sur plusieurs années, dans le sens inverse que le taux réel comme est le cas au Machrek. Au Maghreb, l'épargne financière montre une certaine sensibilité au taux réel durant la décennie soixante-dix bien que les variations de l'épargne semblent plus lentes.

---

<sup>58</sup> L'effet de revenu peut jouer dans le même sens que l'effet de substitution si l'agent est emprunteur. Dans ce cas, la croissance des taux, pour un montant donné d'emprunt, représentera une baisse du revenu disponible après remboursement de l'emprunt. Dans ce cas l'agent réduit son emprunt et consomme moins aujourd'hui. Il peut arriver que l'agent réduise aussi sa consommation si la hausse des taux est importante. Cette explication reste cependant théorique car il est difficile en données agrégées de faire la distinction entre les agents prêteurs et emprunteurs.

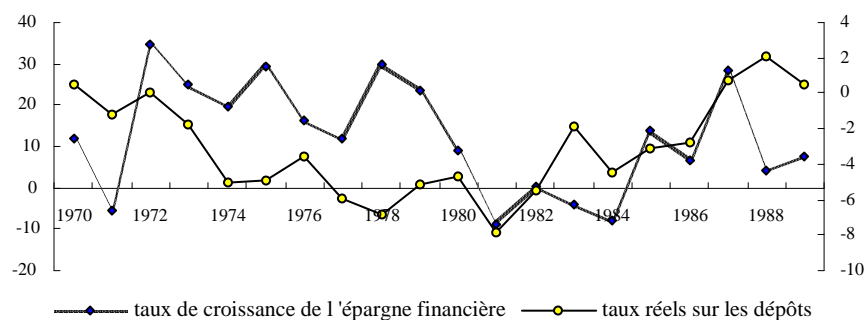
<sup>59</sup> Il s'agit des dépôts entre 3 et 6 mois.

Graphique 6 : Epargne financière et taux d'intérêt réel au Machrek.



Source : Statistiques Financières Internationales.

Graphique 7 : Epargne financière et taux d'intérêt réel au Maghreb.



Source : Statistiques Financières Internationales.

La relative sensibilité des dépôts à terme aux taux réels laisse penser qu'afin d'assurer une meilleure croissance de l'épargne privée, les politiques de libéralisation doivent veiller à maintenir des taux réels positifs par la baisse du taux d'inflation et/ou la croissance des taux nominaux. La promotion de l'épargne privée et publique est ainsi le principal objectif que l'Etat doit viser afin d'assurer une épargne nationale capable de faire face aux besoins de financement de l'investissement. L'analyse de l'épargne totale laisse cependant voir un certain déséquilibre de la balance épargne-investissement.

### 1.3 ÉPARGNE TOTALE ET INVESTISSEMENT.

Afin de financer ses investissements, l'économie bénéficie de deux sources de financement : l'épargne étrangère et l'épargne nationale. L'épargne nationale, est constituée de plusieurs composantes tels que l'épargne intérieure, les transferts courants et les revenus des facteurs. L'importance de chacune de ces composantes dépend du niveau de développement du pays et du rôle attribué à chaque secteur. Nous pouvons de ce fait trouver que dans un pays où l'intermédiation financière et le secteur privé sont importants, l'épargne de l'Etat est faible et vice-versa. Par ailleurs, Le comportement d'épargne des agents joue un grand rôle dans l'importance de chacune des composantes dans l'épargne nationale.

Le tableau ci-dessous énumère les éléments qui ont permis de calculer l'épargne totale dans la région du MMA. Toutes les données sont exprimées en milliards de dollars constants (prix de 1995). La construction de ce tableau est partie de l'identité comptable qui égalise l'investissement à l'épargne totale. L'investissement intérieur comprend à la fois l'investissement public et privé. L'épargne nationale est la somme entre l'épargne domestique, les revenus nets des facteurs et les transferts courants. L'épargne en devise correspond au solde de la balance courante.

Tableau 7 : Investissement et épargne totale en milliards de dollars au MMA.

	Algérie		Maroc		Tunisie		Maghreb
	77-83	84-90	77-83	84-90	77-83	84-90	77-90
Investissement (ABCF)	25,98	23,29	7,26	5,44	4,32	3,29	11,6
Epargne totale	23,71	22,48	2,98	5,03	2,98	2,57	9,96
Epargne nationale	26,18	22,87	4,5	5,37	3,46	2,93	10,88
Epargne intérieure	27,43	24,62	3,67	4,45	3,32	2,77	11,04
Revenus nets de facteurs	-1,84	-2,34	-0,92	-1,12	-0,5	-0,55	-1,21
transferts courants nets	0,58	0,59	1,75	2,04	0,64	0,7	1,05
Epargne en devise <sup>60</sup>	-2,48	-0,39	-1,52	-0,34	-0,48	-0,35	-0,93
	Egypte		Jordanie		Machrek		
	77-83	84-90	77-83	84-90	77-83	84-90	77-90
Investissement (ABCF)	10,69	13,49	2,46	1,57	6,32		
Epargne totale	13,38	14,31	2,07	1,19	6,32		
Epargne nationale	7,5	7,99	2,18	1,39	4,34		
Epargne intérieure	6,23	7,61	-0,85	-0,3	2,82		
Revenus nets de facteurs	-2,89	-4,7	0,22	-0,2	-1,4		
transferts courants nets	4,16	5,08	2,8	1,89	2,91		
Epargne en devise	5,88	6,32	-0,11	-0,2	1,98		

Sources : World Bank Indicators et statistiques de la comptabilité nationale de chaque pays.

<sup>60</sup> L'épargne en devise correspond au solde de la balance courante.

Bien que l'équilibre épargne-investissement soit vérifié au Machrek sur la période 1977-1990, son évolution par pays était différente. L'investissement et l'épargne totale étaient en effet, en croissance en Egypte mais en baisse en Jordanie. La variation de l'épargne est notamment liée à la baisse des transferts nets. La balance épargne-investissement au Maghreb sur la même période (1977-1990) présente un déficit d'épargne d'environ 2 milliards de dollars (prix de 1995). Ce déficit revient notamment à la baisse de l'épargne intérieure en Algérie et en Tunisie. La croissance de l'épargne au Maroc peut s'expliquer, en partie, par la stimulation de l'épargne financière suite à la mise en place des réformes financières vers la deuxième moitié des années quatre-vingt. Ces réformes ont aussi visé la réduction du déficit budgétaire et la baisse des dépenses d'investissement<sup>61</sup> ce qui a permis la croissance de l'épargne publique.

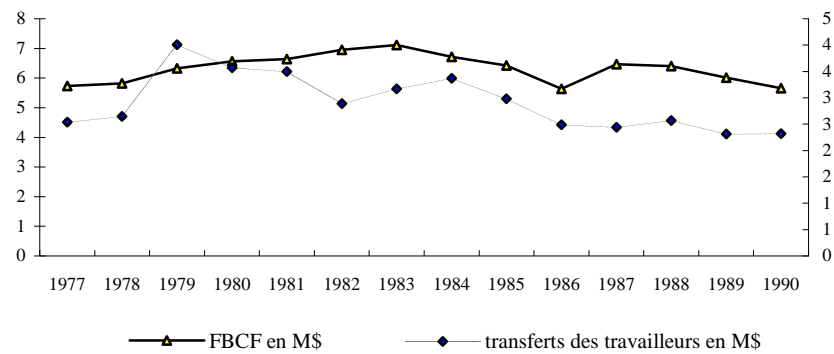
D'une façon générale, la baisse de l'épargne au MMA revient à la présence simultanée de plusieurs facteurs. Parmi ces facteurs nous pouvons citer l'imperfection des marchés financiers (répression financière), la croissance du taux d'inflation et la baisse du revenu par tête qui ont conduit à la baisse de l'épargne privée, ainsi que l'importance du déficit budgétaire qui a empêché la constitution d'une épargne publique conséquente.

Il faut remarquer aussi que la contribution des composantes de l'épargne dans la constitution de l'épargne nationale est différente entre les deux régions. L'épargne intérieure est la principale composante au Maghreb alors qu'au Machrek les transferts courants occupent une place importante notamment en Jordanie. Cette remarque laisse supposer que le financement de l'investissement au Machrek repose essentiellement sur l'épargne externe. Le graphique ci-dessous nous permet de percevoir l'allure des courbes d'investissement et des transferts courants en millions de dollars constants (prix de 1995) au Machrek et de constater une certaine homogénéité entre les deux courbes.

---

<sup>61</sup>Le taux d'investissement a baissé de 20% en 1983 à 16% en 1986.

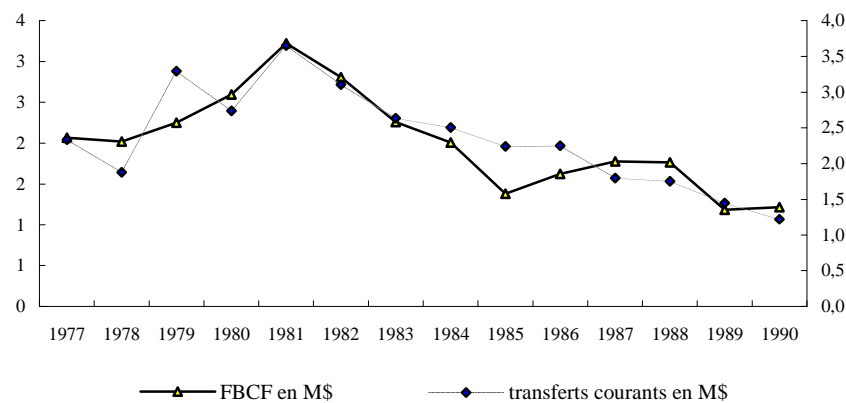
Graphique 8: *Financement de l'investissement au Machrek.*



Source : World Bank Indicators.

Ce graphique laisse voir que la variation de l'investissement brut au Machrek est étroitement liée aux entrées en devises. Ces derniers sont la principale composante de l'épargne nationale en Jordanie. Par ailleurs, en plus des transferts, la Jordanie bénéficie d'une importante aide étrangère en pourcentage du PIB (16% du PIB entre 1969 et 1989) ce qui rend son économie financièrement dépendante de l'étranger. Un simple graphique peut nous donner une idée sur le lien étroit entre l'évolution de l'investissement et le financement externe dans ce pays.

Graphique 9: *Financement de l'investissement en Jordanie.*



Source : World Bank Indicators.



Cette brève analyse nous conduit à conclure qu'en plus du facteur rentabilité, la variation de l'investissement est étroitement liée à l'origine de son financement. Au Maghreb, la présence d'une épargne intérieure conséquente a permis à l'économie de ces pays de faire face à plus de 80% des ses besoins de financement. Au Machrek, le faible niveau d'épargne et l'importance des transferts courants a rendu l'économie de cette région dépendante de l'épargne externe, autrement dit des transferts courants. Ce constat nous permet d'avancer l'idée selon laquelle, la variation de la croissance au Maghreb est plus liée à la rentabilité des investissements alors qu'au Machrek, en plus de la rentabilité, le financement externe semble être un facteur important.

Par ailleurs, les études relatives aux déterminants de l'investissement appliquées aux pays en développement [Aizenman et Marion (1999), Hadjimichael et Ghura (1995), Oshikoya (1994), Pattillo (1998), Serven (1998)] ont révélé que le sous développement des marchés financiers dans ces régions rend l'investissement très dépendant du crédit bancaire et par conséquent du taux d'intérêt qui lui est lié. Dans une économie où les taux sont administrés, un niveau d'inflation élevé peut entraîner l'excès de demande de crédit et obliger les banques à rationner leurs prêts. Le contrôle de l'Etat sur les secteurs stratégiques et sa politique directrice fait de l'investissement public une autre composante de l'investissement privé. Par ailleurs certaines composantes externes peuvent influencer l'investissement privé. Il s'agit du poids de la dette et des contraintes de devises extérieures. En effet, le manque de devises étrangères peut constituer une entrave à l'achat de biens de capitaux très souvent importés de l'étranger. La dépréciation du taux de change affecte les prix domestiques et réduit l'investissement en biens de capitaux en raison de la croissance des prix des biens échangeables en monnaie locale. Enfin, l'instabilité macroéconomique caractérisé par la présence d'une hyperinflation et par la variabilité du taux d'inflation peut freiner l'investissement notamment de la part d'investisseurs averses au risque. Dans une économie réprimée ou l'investissement est contrôlé par les autorités (politique direct et encadrement de crédit), les décisions d'investissement sont étroitement liées à la politique de crédit suivie par l'Etat. La répression financière va ainsi affecter les décisions d'investissement et par conséquent la croissance économique. Le paragraphe suivant montrera par une analyse économétrique l'effet de la répression financière sur la croissance du produit au MMA.

## ***2. UNE ANALYSE ECONOMETRIQUE DE L'EFFET DE LA REPRESSION FINANCIERE SUR LA CROISSANCE AU MMA.***

Dans la section 1 de ce chapitre, nous avons mis en évidence le lien entre la croissance et l'investissement au MMA et nous avons constaté que la baisse de la croissance était liée à la qualité des investissements et non à leur volume. Nous avons analysé par la suite les déterminants financiers de l'investissement qui nous ont permis de déduire que celui-ci dépend aussi de l'origine de son financement.

A travers une démarche économétrique, nous testerons, dans ce paragraphe, le lien entre l'investissement et la croissance économique en mettant l'accent sur l'effet de la répression financière sur l'évolution de celle-ci.

### ***2.1 LA METHODE D'ANALYSE ECONOMETRIQUE.***

Nous avons utilisé dans cette analyse des observations annuelles que nous estimerons sous forme de panel. Pour cela, nous présenterons la démarche qui nous permettra de construire la fonction de croissance, les variables utilisées et la période d'estimation que nous avons retenue. Nous présenterons par la suite les commentaires des résultats obtenus.

#### ***2.1.1 CONSTRUCTION DE L'EQUATION DE CROISSANCE.***

La fonction de croissance que nous avons retenue est une fonction de production néoclassique dans laquelle le secteur financier constitue un input. Cette fonction se présente sous la forme :

$$Y = f(L, K, E, Z) \quad (1)$$

où le produit agrégé  $Y$  est une fonction linéaire du stock de capital agrégé  $K$ , du travail  $L$ , de la répression financière  $E$  et d'autres facteurs  $Z$ , considérés comme des inputs dans le processus de la production agrégée. Une forme simplifiée de l'équation de croissance peut être représentée sous la forme :

$$Y = a L + b K + c E + d Z \quad (2)$$

Où  $a$ ,  $b$  et  $c$  sont des paramètres constants et  $d$  est un vecteur de paramètres associés à l'ensemble d'inputs  $Z$ . Toutes les variables sont exprimées en logarithme népérien.

### **2.1.2 LE CHOIX DES VARIABLES ET LA PERIODE D'ESTIMATION.**

Les séries relatives au produit intérieur et à l'investissement brut ont été extraites des statistiques financières publiées par le Fond Monétaire International. Les séries sur la population et le commerce extérieur ont été obtenues via les statistiques de la Banque Mondiale. Concernant l'investissement brut, nous avons choisi de prendre la statistique relative à l'accumulation brut du capital fixe en millions de dollars constants plutôt que celle de l'investissement intérieur car elle répond plus, à nos yeux, à la notion de capital physique. La variable répression est la même variable utilisée dans la régression du chapitre 3 et qui a été calculée par la méthode des composantes principales.

En ce qui concerne la variable relative au capital humain, cette donnée n'était pas disponible. Nous avons donc choisi à la place une variable approximative. Cette variable a été calculée en multipliant la population totale par (1-le ratio de la population inactive). Ce ratio correspond à la somme de la population de moins de 15 ans et de plus de 65 ans en pourcentage de la population totale. Cette variable ainsi calculée a été déjà utilisée par Fry (1998) pour l'estimation de la fonction de croissance de dix pays asiatiques<sup>62</sup>. Dans son équation, Fry a estimé l'hypothèse de McKinnon et Shaw (1973) selon laquelle le taux d'intérêt réel influence la croissance économique à travers son effet sur l'efficacité moyenne de l'investissement. Pour cela, il a utilisé une fonction de production Cobb-Douglas dans laquelle il a ajouté une variable qui exprime la productivité du capital. Il a obtenu cette variable en multipliant le taux de croissance du stock de capital par le taux d'intérêt réel des dépôts à 12 mois. Son estimation en données de panels sur la période 1961-1988, a révélé que l'efficacité du capital est positivement liée à la croissance.

L'estimation de l'équation de croissance sera donc appliquée à l'ensemble des pays du Maghreb et du Machrek via des données annuelles allant de 1970 à 1990. Cette période correspond à la période qui a précédé les réformes économiques et financières.

Notre objectif étant de mesurer l'effet direct de la politique de répression sur la croissance économique. Nous pensons aussi que les effets de court terme du plan d'ajustement structurel appliqué par le Maroc à partir de 1983 et par la Tunisie à partir de 1986 sont faibles et n'auront aucune influence sur nos résultats dans la mesure où les taux d'intérêt dans ces deux pays n'ont été libéralisés que vers la moitié des années quatre vingt-dix. La recherche de l'effet de la politique de répression sur la croissance ne sera donc pas, à notre sens, biaisée.

## **2.2 ESTIMATION D'UNE FONCTION DE CROISSANCE POUR LE MMA.**

L'estimation de la fonction de croissance sera effectuée par la technique de panel. Cette technique fait appel à une estimation à double dimension (individuelle et temporelle). La double dimension apporte une grande richesse d'information notamment sur le plan quantitatif (taille de l'échantillon). Au niveau qualitatif, l'importance de l'estimation en données de panel vient du contrôle de l'hétérogénéité inobservable. Dans le cas de l'estimation d'une équation de taux de croissance, plus la durée d'observation est courte, plus ce taux est soumis à des influences de court terme telles que le « cycle des affaires ». Comme ces influences ne peuvent pas être mesurées, nous ne pouvons les contrôler que grâce à des observations sur de longues périodes. De plus, du fait de l'importance de la différence individuelle (par pays) des variables explicatives, la colinéarité entre ces variables est faible, Hsiao (1986).

### **2.2.1 LA TECHNIQUE D'ESTIMATION.**

Nous nous proposons d'estimer l'équation linéaire de croissance qui se présente, sous forme matricielle, de la façon suivante :

$$Y_{it} = \alpha + X_{it} \beta + Z_{it}$$

$$\text{Avec } Z_{it} = u_i + \varepsilon_{it}$$

$$\text{où } I = 1, \dots, N$$

$$t = 1, \dots, T$$

---

<sup>62</sup> Ces pays sont : le Bangladesh, l'Inde, l'Indonésie, la Corée, la Malaisie, le Pakistan, les Philippines, Taiwan le Sri Lanka, et la Thaïlande.

$Y_{it}$  représente la variable endogène du pays  $i$  à l'instant  $t$ .

$X_{it}$  représente le vecteur  $(NT \times K)$  des  $K$  variables explicatives.

$\beta$  est le vecteur  $(K \times 1)$  des coefficients à estimer.

$z_{it}$  est le terme d'erreur. Ce terme est composé de deux éléments aléatoires. Ces éléments sont indépendants entre eux et des variables explicatives et sont d'espérance nulle.

$u_i$  représente les effets spécifiques individuels.

Dans l'estimation en données de panels, il existe deux modèles possibles. Le modèle à erreurs composées et le modèle à effets fixes. Le choix entre les deux modèles ne se fait pas d'une façon arbitraire. Deux tests sont nécessaires afin d'orienter notre choix. Le test de *Breusch Pagan* qui permet de détecter la présence d'effets spécifiques dans le modèle et le test d'*Hausman* qui permet de vérifier si les variables explicatives ne sont pas corrélées avec les effets spécifiques. L'utilisation de ces deux tests nous a permis de retenir le modèle à effets fixes (voir annexe 2 du chapitre 4)

### **2.2.2 MODELE A ESTIMER ET RESULTATS OBTENUS .**

Comme il a été souligné ci-dessus, nous cherchons, dans cette partie, à estimer une fonction de croissance en données de panels avec un modèle à effets fixes. Notre objectif consiste particulièrement à mesurer l'effet de la répression financière sur l'évolution du produit. Les variables : exportation et investissement (Formation Brut du Capital Fixe) sont exprimées en millions de dollars à prix constants (prix de 1995). L'équation à estimer se présente sous la forme:

$$g_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 (H)_{it} + \alpha_2 (K)_{it} + \alpha_3 (E)_{it} + \alpha_4 (X)_{it} + z_{it},$$

$$z_{it} = u_i + \varepsilon_{it},$$

$g_{it}$  est le taux de croissance du produit du pays  $i$  à la date  $t$ . Le produit intérieur brut est calculé initialement en millions de dollars constants.

$K_{it}$  est la formation du capital fixe en millions de dollars constants du pays  $i$  à la date  $t$ .

$H_{it}$  est la population active du pays  $i$  à la date  $t$ .

$E_{it}$  est l'indice de répression financière du pays  $i$  à la période  $t$ . Cet indice est le même que celui utilisé dans le chapitre 3.

$X_{it}$  est l'élément du vecteur  $Z$  qui représente les exportations en biens et services en millions de dollars constants.

Le choix de la variable export n'est pas arbitraire. Les arguments théoriques avancent que l'ouverture de l'économie vers l'extérieur à travers la croissance des exportations et l'exposition à la concurrence étrangère provoque une rapide croissance du progrès technique, (Sarel, 1997). De plus, les études empiriques établis sur les tigres asiatiques (Hongkong, Corée, Singapour et Taiwan) ont montré que la croissance des exportations a eu un effet positif sur la croissance de leur économie. Parmi les auteurs qui ont utilisé cette variable nous pouvons citer : Moschos (1989), Odedokun (1991 et 1996) et Ram (1999). Tous ces auteurs ont trouvé une relation positive et statistiquement significative de la variable exportations sur la croissance économique.

De ce fait et compte tenu des modèles néoclassiques de croissance, nous nous attendons à un effet positif des variables : exportation, capital humain et capital physique sur la croissance. Quant à la variable répression financière l'analyse du chapitre trois laisse croire à un signe négatif. L'application du test de racine unitaire aux données de panels (*Phillips-Peron*) a révélé que nos séries ne sont pas stationnaires. Après une première différentiation nous avons obtenus des séries  $I(0)$ . L'équation de croissance a été estimée en données de panel avec effets fixes. Le  $F$  test rejette au seuil de 5%, l'absence d'effets spécifiques. Le problème d'hétéroscédasticité a été corrigé par une méthode de type *White* : «*Panel Corrected Standard Errors (PCSE)* ». Cette méthode permet de corriger l'hétéroscédasticité inter-pays mais ne corrige pas l'autocorrection des résidus c'est la raison pour laquelle nous l'avons corrigé par la méthode d'Ochane Orcutt, (voir annexe 2 du chapitre 4).

*Tableau 8 : Résultats de l'estimation de l'équation de croissance au MMA.*

Nombre d'observations : 95 Nombre de groupe : 5 Période d'estimation : 1972-1990			
Croissance (g)	Coefficient	Test t	probabilité
Répression (E)	-0.253	-3.49	0.000
Capital humain (H)	0.249	3.38	0.001
Investissement (K)	0.327	3.09	0.002
Exportations (X)	0.658	3.47	0.001
C	-0.329	-0.310	0.757
AR(1)	0.309	2.415	0.017
R <sup>2</sup> = 0.49 DW=2.003 Test effets fixes: Ch(2)= 8.51; prob Ch(2)=0.005			

Les résultats de l'estimation montrent que les coefficients des variables utilisées sont significatifs. Les signes des variables correspondent parfaitement aux prédictions du modèle. Le capital humain et physique ainsi que l'input exportation ont un effet positif sur la croissance. Le coefficient du capital que nous avons obtenu correspond aux valeurs trouvées par Nehru et Dhareshwar (1994) dans leurs travaux relatifs à la mesure de la *PTF* dans les pays en développement. Ce résultat met en évidence encore une fois les lacunes de la méthode de comptabilité nationale pour le calcul du coefficient du capital. Les résultats relatifs aux régions du MMA trouvés par A.Bisat et al...par l'utilisation de cette méthode apparaissent ainsi surestimés. Les résultats de l'estimation montrent aussi l'effet négatif de la répression financière sur la croissance. Ce résultat semble cohérent avec les analyses de McKinnon sur l'existence d'un impact négatif de la répression financière sur l'évolution du produit dans les pays en développement.

L'estimation économétrique est venue confirmer les observations statistiques effectuées plus haut. La politique d'investissement au MMA a eu un effet volume positif sur la croissance. Mais la pratique de la répression financière qui limitait les initiatives privées et leur accès aux crédits bancaires a joué un rôle inverse sur l'évolution du produit à travers la baisse de la qualité des investissements. Les résultats de l'estimation ont établi aussi que le degré d'ouverture a joué un rôle significatif dans la croissance pour les économies du MMA.

## **CONCLUSION.**

L'objectif de ce chapitre était d'analyser l'impact de la répression financière sur la croissance économique au Maghreb et au Machrek arabe. Pour cela nous avons commencé notre étude par l'analyse de l'évolution de la croissance durant la période pré-réformes. Nous avons constaté que le taux de croissance était plus élevé que celui du reste du monde durant la décennie soixante-dix et qu'il a baissé progressivement durant les années quatre-vingt sans atteindre toutefois des niveaux négatifs. Mais la baisse du niveau de vie à travers la baisse du produit par tête était plus apparente durant cette période.

Par la suite nous nous sommes penchés sur l'étude de la relation entre l'investissement et la croissance afin de vérifier si la baisse du produit n'était pas liée à celle du volume d'investissement. Cette étude nous a conduit à remarquer que le lien entre la croissance du produit et l'accumulation du capital au Maghreb n'est pas évidente et qu'elle ne peut se voir que pendant la première moitié des années soixante-dix au Machrek. C'est la raison pour laquelle nous avons poussé notre étude à l'examen de la relation entre les variations de croissance et les facteurs de rentabilité.

La mesure de la rentabilité a été possible par la prise en compte de l'efficacité des facteurs de production. Deux coefficients ont été retenus dans ce sens : la productivité totale des facteurs (*PTF*) et le coefficient marginal du capital (*ICOR*). Ces deux coefficients ont révélé qu'il existe bien une relation entre l'évolution du produit et l'efficacité des investissements au MMA. La relation entre la croissance et l'investissement ne repose pas seulement sur les variations du volume d'investissement mais est liée aussi à sa faible efficacité.

En ce qui concerne le mode de financement des investissements, notre étude s'est penchée sur l'analyse des composantes de l'épargne nationale. Cette étude a montré que le financement de l'investissement reposait plus sur l'épargne intérieure au Maghreb mais dépend aussi des transferts courants au Machrek. Ce constat permet de remarquer la dépendance des pays du Machrek de l'épargne externe. Cette dernière constitue la principale composante de l'épargne nationale en Jordanie.



Il ressort de cette analyse que l'effet de la répression financière sur la croissance est lié à la fois à l'efficacité de l'investissement et à son mode de financement. La faible efficacité des investissements peut s'expliquer par les choix entrepris au moment d'investir. Ces choix répondaient plus aux orientations des politiques économiques qui optaient souvent pour des investissements lourds à caractère social. Les politiques de réformes entreprises par ces pays doivent de ce fait pallier les erreurs passées et promouvoir l'initiative privée à travers des réformes financières rigoureuses qui permettront au secteur bancaire de bien jouer son rôle d'intermédiaire financier. Le chapitre suivant nous permettra de savoir qu'elles ont été les objectifs et les réalisations des politiques de libéralisation entreprises par ces pays durant les années quatre-vingt-dix.

## **ANNEXE 1 : TESTS DE RACINE UNITAIRE.**

### **1. FORMATION BRUT DU CAPITAL FIXE EN MILLIONS DE DOLLARS CONSTANTS (K)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Date: 04/05/05 Time: 18:29

Sample: 1970 1990

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 100

Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	5.51170	0.8545
First-difference: PP - Fisher Chi-square	41.4848	0.0000

### **2. TAUX DE CROISSANCE (g)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Date: 04/05/05 Time: 18:32

Sample: 1970 1990

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 100

Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	6.81410	0.7429
First-difference: PP - Fisher Chi-square	27.3079	0.0000

### **3. CAPITAL HUMAIN (H)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Date: 04/05/05 Time: 18:35

Sample: 1970 1990

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 100

Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	3.42774	0.9695
First-difference: PP - Fisher Chi-square	44.5805	0.0000

### **4. EXPORTATION (X)**

Null Hypothesis: Unit root (individual unit root process)

Date: 04/05/05 Time: 18:37

Sample: 1970 1990

Exogenous variables: Individual effects

Newey-West bandwidth selection using Bartlett kernel

Total (balanced) observations: 100

Cross-sections included: 5

Method	Statistic	Prob.**
PP - Fisher Chi-square	4.19505	0.9381
First-difference: PP - Fisher Chi-square	42.9870	0.0000

## ANNEXE 2 : ESTIMATION DE L'EQUATION DE CROISSANCE.

Dependent Variable: D(GROWTH)

Method: Panel Least Squares

Date: 04/05/05 Time: 18:46

Sample (adjusted): 1972 1990

Cross-sections included: 5

Total panel (balanced) observations: 95

Cross-section SUR (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)

Convergence achieved after 7 iterations

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.329971	1.063737	-0.310200	0.7572
D(E)	-0.253607	6.360448	-3.495635	0.0000
D(EXPORT)	0.658446	1.062488	3.475295	0.0019
D(ABKF)	0.327046	0.765451	3.095767	0.0021
D(TRAVAIL)	0.249442	0.503570	3.385618	0.0015
AR(1)	0.309901	0.128316	2.415142	0.0179

### Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

R-squared	0.495937	Mean dependent var	0.109837
Adjusted R-squared	0.222330	S.D. dependent var	14.93049
S.E. of regression	14.76285	Akaike info criterion	8.321406
Sum squared resid	18525.05	Schwarz criterion	8.590235
Log likelihood	-385.2668	F-statistic	1.238549
Durbin-Watson stat	2.039570	Prob(F-statistic)	0.282860

Redundant Fixed Effects Tests

Equation: Untitled

Test cross-section fixed effects

Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	8.519131	(4,146)	0.0056



## **CHAPITRE 5 : LA PRATIQUE DE LA LIBERALISATION FINANCIERE AU MMA : CONDITIONS INITIALES ET MODALITES.**

La question du choix d'un ordonnancement adéquat apparaît dès lors que des réformes sont entreprises et ce quelque que soit leurs types (économiques et/ou financières) et leurs caractéristiques (rapides ou graduelles). Le but principal de ces réformes est celui de faire progresser la performance économique par l'accroissement de l'efficacité et la réduction des coûts. La libéralisation tend à cet effet, à renforcer et à accroître la productivité des investissements par l'amélioration du volume de l'épargne financière par des moyens efficaces, (Fry, 1993). Les réformes financières sont de ce fait plus larges que la libéralisation. La libéralisation tend à augmenter les risques des institutions financières et oblige par conséquent les autorités à intervenir afin de limiter ces risques par une réglementation bancaire rigoureuse. Cette dernière regroupe des règles de supervision et introduit de nouvelles formules qui permettront le maintien de la concurrence et ce par l'introduction de nouvelles institutions financières.

Les réformes financières englobent une multitude de mesures réglementaires et administratives. Certains auteurs tels que Johnston (1991) et Galbis (1994) classent ces mesures en 4 catégories. La première concerne la libéralisation des taux d'intérêt des banques et des autres institutions financières, la réduction du niveau des réserves obligatoires imposées aux banques, l'introduction d'une politique monétaire effective et l'élimination de la politique sélective de crédits. La seconde tend à développer le marché financier et à établir un contrôle monétaire efficace et ce par le développement du marché monétaire et inter-bancaire, l'introduction d'instruments de contrôle monétaire indirect, la réforme du système de paiement et le développement du marché des capitaux et le marché des changes. La troisième concerne l'introduction d'éléments qui permettent de renforcer le système de supervision et des règles prudentielles. Ceci consiste notamment à recapitaliser les institutions financières et la Banque Centrale si c'est nécessaire, restructurer et liquider les institutions insolvables et introduire un système d'assurance de dépôts. Enfin la quatrième catégorie est celle qui consiste à renforcer la concurrence des marchés financiers à savoir les banques, les autres institutions financières et même le marché des capitaux, la privatisation des institutions financières publiques et l'introduction de nouvelles institutions étrangères.

Les réformes financières sont souvent intégrées dans un large contexte de réformes économiques. De ce fait, la littérature a tenté d'établir des étapes logiques aux réformes économiques. La stabilisation macroéconomique est citée comme condition préalable au succès de ces réformes. L'ajustement fiscal doit être complètement finalisé avant d'entamer les réformes financières. Il est aussi souligné qu'il est préférable de libéraliser les marchés intérieurs avant de supprimer le contrôle sur les mouvements des capitaux extérieurs. La libéralisation du commerce et l'ajustement du secteur réel doit précéder la libéralisation du secteur financier et du compte des capitaux. Le choix des réformes et le respect de leurs étapes dépend souvent des orientations des politiques économiques des pays et des priorités qu'elles donnent aux acteurs du système financier.

Bien que n'étant pas universellement partagée, la question de la stabilisation économique et de la supervision bancaire revient souvent dans la littérature comme un préalable à la libéralisation financière. Nous aborderons dans ce chapitre les arguments liés à cette question (section 1) en nous basons sur les expériences de réformes de quelques pays asiatiques et américains. Nous présenterons par la suite les expériences de libéralisation financière au Maghreb et au Machrek (section 2) en lumière des réformes financières entamées par ces pays au milieu des années quatre-vingt et la décennie quatre vingt-dix.

## ***SECTION 1 : CADRE ET STRATEGIES DES REFORMES.***

### ***1. L'ORDRE DES REFORMES ADOPTEES.***

Par ordre de réformes, nous entendons le suivi d'une démarche qui tiendra compte de la situation économique initiale, du maintien de la stabilité économique et du choix d'une organisation temporelle qui permettra l'application des nouvelles mesures dans de bonnes conditions. Cette démarche constitue une des principales idées soulignées par la théorie de la libéralisation dans ses analyses sur les conditions de succès de la libéralisation financière. Nous développerons dans ce paragraphe les principaux fondements de cette démarche.

### **1.1 LES CONDITIONS INITIALES.**

La prise en compte de la situation économique globale notamment celle des secteurs qui influencent ou qui seront influencés par la libéralisation est une condition qui est souvent soulignée par les auteurs de la libéralisation. Une politique de réformes qui tiendra compte des conditions initiales des banques augmentera ses chances de réussir. En effet, lorsqu'une grande partie du système bancaire est étatique, une libéralisation soudaine du système bancaire ne provoquera, dans les meilleurs des cas, qu'une faible performance de ce secteur. De plus, l'existence d'une asymétrie informationnelle au sein du système, ne fera qu'accroître, en cas de libéralisation, les distorsions dans la formation du capital ce qui portera atteinte à la politique de crédits bancaires et par conséquent à l'investissement.

L'expérience des pays de l'Amérique Latine [Argentine (1976-1981), Chili (1974-1980)] est un bon exemple dans ce sens. Les conditions économiques à la lumière des réformes, dans ces pays, présentaient un sévère déséquilibre macroéconomique. Le taux d'épargne et d'investissement était très bas, la croissance économique très faible, l'inflation très élevée et le déficit du compte courant très important. La réunification de tous ces éléments additionnés à la présence d'un système d'assurance de dépôts a accentué la présence du hasard moral dans le système bancaire. Les taux d'intérêt sur les dépôts et les crédits ont augmenté d'une façon vertigineuse et le différentiel entre les taux débiteurs et créditeurs s'est élargi.

La conséquence directe de ce nouveau comportement bancaire était le retrait de plusieurs investisseurs du marché de crédit ce qui a affecté la qualité de ces derniers. De nouveaux investisseurs présentant des projets très risqués ont pu de ce fait bénéficier des crédits bancaires sous l'hypothèse que leurs rendements futurs allaient rembourser leurs dettes. Ce comportement a eu pour conséquence la croissance des crédits à court terme<sup>63</sup>, des crédits douteux<sup>64</sup> et la succession de faillite des entreprises locales<sup>65</sup>. A l'opposé, les pays asiatiques tels que l'Indonésie (1983-1988) et la Corée (1983-1988), ont veillé à réduire leurs déséquilibres économiques par des programmes de réforme

---

<sup>63</sup> Au Chili, les crédits à moins d'un an avaient atteint 64% de l'ensemble des crédits entre 1980 et 1982, Arellano (1983).

<sup>64</sup> En Argentine, les crédits douteux des banques commerciales par rapport au total des crédits des banques ont augmenté de 2% en 1975 à 9% en 1980, Cho et Khatkhate (1989).

<sup>65</sup> Au Chili, le nombre de faillites a augmenté de 2 entreprises en 1978 à 75 en 1982 et de 75 établissements en 1974 à 810 en 1982, Luders (1985), Hanna (1987) et Velasco (1988).

rigoureux ce qui leur a permis de réaliser l'objectif de développement financier en de très courtes périodes.

Par ailleurs, bien que rarement souligné, il est nécessaire de tenir compte de la formation du capital humain notamment dans les pays où la pratique de la répression financière est très ancienne. En Indonésie par exemple, l'intervention de l'Etat dans le système bancaire avant les réformes a permis l'amélioration des aptitudes du personnel des banques locales avant l'installation des banques étrangères et a facilité par conséquent la concurrence. Il faut noter, cependant, que la présence de ces insuffisances n'implique pas que les réformes financières ne doivent pas se faire mais seulement qu'il faut en tenir compte en priorité au moment de la libéralisation, (Soyibo,1997).

## ***1.2 LA STABILISATION MACROECONOMIQUE .***

Par stabilité macroéconomique, nous entendons la stabilité du niveau général des prix et un déficit budgétaire modéré. Plusieurs auteurs tels que Fry (1989), Hanson et Neal (1984) soulignent que le succès du programme de libéralisation financière dépend d'une politique monétaire, budgétaire et de taux de change appropriée, additionnée à une politique commerciale adéquate. Fry (1989) considère aussi que la politique qui vise la stabilité des prix, la discipline fiscale et la crédibilité des réformes est le principal facteur qui explique le succès des réformes des pays asiatiques et l'échec de la libéralisation des pays latino-américains durant les décennies soixante-dix et quatre-vingt. MacKinnon (1991) vient renforcer l'idée de Fry et associe la discipline budgétaire à la discipline monétaire. Il considère que ces deux instruments sont interdépendants et doivent être mis en place avant d'entamer la libéralisation des taux. Ce comportement a été observé en Indonésie et au Sri Lanka qui ont introduit des réformes monétaires et budgétaires à la même période. A l'opposé, la Corée a préféré attendre la fin du processus des réformes afin d'éviter tout risque de dérapage monétaire non souhaitable.

D'autres auteurs tels que Galbis (1994) relativisent l'importance de la stabilisation économique et la considèrent comme une condition souhaitable mais non nécessaire. Ces auteurs soulignent qu'avec un faible taux d'inflation et un déficit budgétaire soutenable, les chances d'obtenir des taux réels positifs suite à la



libéralisation sont élevées. Sous ces conditions les problèmes liés aux risques de crédit, tel qu'il a été observé en Argentine et au Chili par exemple, seront minimisés. Les chances d'obtenir la stabilisation macroéconomique sur une courte période est plus ou moins réalisable en présence d'une inflation modérée.

#### ***1.2.1 LA STABILISATION DES PRIX ET LA BAISSSE DE L'INFLATION.***

Selon les auteurs de la libéralisation, la stabilisation des prix est bénéfique pour plusieurs raisons : si le taux d'inflation est faible, l'objectif de taux réels positifs est rapidement atteint. Si le taux d'inflation est modéré, la croissance des taux nominaux ne sera pas très élevée et évitera de ce fait les problèmes de surendettement et de faillite des entreprises. La question se pose cependant lorsque le pays fait face à une hyper-inflation ou une inflation chronique et qu'il est incapable de contrôler la croissance des prix. Dans ce cas, Galbis (1994) propose qu'il n'est pas nécessaire d'attendre jusqu'à ce que l'économie soit stabilisée mais qu'il est préférable de libéraliser le système afin de le protéger, au moins partiellement, des effets négatifs de l'inflation. Afin d'appuyer son idée, il fait rappeler l'expérience du Brésil qui a libéralisé son secteur financier en 1975 en présence d'une hyper-inflation et d'un déficit budgétaire important. Galbis (1994) souligne qu'avec cette stratégie, le Brésil n'a pas pu obtenir une solution optimale mais a quand même pu atteindre un optimum de second rang.

Les problèmes d'instabilité peuvent apparaître, par contre, lorsque l'objectif de baisse de l'inflation est accompagné de mesures déstabilisantes. En effet, si la baisse de l'inflation est suivie d'une baisse de la masse monétaire, elle peut provoquer le ralentissement de l'activité et la croissance du chômage. Par ailleurs, nous pouvons observer parfois, durant les premières phases de stabilisation, que les gouvernements des pays où le niveau du seigneuriage est très élevé, préfèrent préserver le même niveau de seigneuriage. Ce comportement a pour résultat la croissance du financement monétaire du déficit budgétaire et par conséquent la hausse de l'inflation, (Adam, 1995). Cette situation peut cependant, être évitée si l'objectif de stabilisation des prix est accompagné d'une discipline budgétaire.

### **1.2.2 LA DISCIPLINE BUDGETAIRE.**

Bien qu'elle ne soit pas arrivée à rassembler un consensus en sa faveur, la discipline budgétaire est considérée comme un outil important dans la réduction de l'inflation. Celle-ci est même posée comme condition pour l'obtention d'aides financières dans le cadre du programme d'ajustement structurel du Fond Monétaire International.

L'idée de la stabilisation budgétaire émane du fait que dans les pays où le financement monétaire du budget est très important, les risques d'accroître le taux d'inflation sont grands. Fry (1989) souligne en effet, que la réussite des réformes monétaires est conditionnée par le contrôle des dérapages budgétaires. La présence d'un fort déficit budgétaire rend impossible la réalisation d'une libéralisation financière tant que l'Etat continue à se financer par création monétaire. Roubini et S.I Martin (1992) soulignent dans ce sens, les avantages de la répression financière qui permet aux gouvernements d'obtenir des financements bancaires à de faibles coûts. Une discipline budgétaire adéquate qui vise la rationalisation des dépenses et l'application d'un système de collecte de recettes approprié augmentera les chances de réussite de la libéralisation financière.

Il ressort de ces discussions que la combinaison entre la stabilisation de l'inflation et du déficit budgétaire est nécessaire pour assurer une bonne avancée des réformes financières. Cependant, plusieurs auteurs de la libéralisation, [Galbis (1994), Turtelboom (1991), Johnston (1991), Johnston et Sundararajan (1999)] font rappeler que la stabilisation macroéconomique, bien que souhaitable, ne peut pas être considérée comme condition préalable dans tous les cas. En absence d'un environnement économique favorable, la libéralisation peut être considérée comme un optimum de second rang. Ce qui est important, par contre, c'est de veiller à ce que les politiques fiscales, monétaires et de changes soient coordonnées de sorte à éviter les risque de distorsion des prix relatifs et de contraindre par conséquent le secteur des affaires ce qui peut entraîner l'instabilité du système financier.

### **1.3 L'ORDONNANCEMENT DES REFORMES.**

Le respect d'un calendrier approprié est aussi une des conditions de succès de la libéralisation. Dans ce cadre, la littérature financière distingue entre deux modes de libéralisation : la libéralisation rapide appelée très souvent « big-bang » et la libéralisation graduelle. L'approche du big-bang consiste à appliquer tous les éléments de réformes en une seule fois. C'est à dire que le système financier doit être libéralisé en une très courte période afin de bénéficier de la réduction des coûts qui émanent de cette libéralisation. Selon certains auteurs, (Shaw, 1987), cette approche est préférable d'un point de vue strictement économique si l'Etat est incapable d'identifier d'une façon quantitative les distorsions potentielles et les externalités qui peuvent apparaître dans l'avenir. Cette approche est aussi souhaitable lorsque l'Etat fait face à un problème de crédibilité. Dans ce cas, des réformes soudaines et rapides vont obliger les agents économiques à s'aligner le plus rapidement possible aux nouvelles mesures du marché.

Les arguments en faveur de l'approche « big-bang » soulignent aussi que certaines considérations politiques peuvent conduire les Etats à choisir cette option dans la mesure où les réformes graduelles peuvent conduire à l'apparition de problèmes de coalition entre les principales parties en présence ce qui peut freiner ou retarder les réformes et même les annuler, [Lal (1987) et Marinelli et Tommasi (1994)]. Il est souligné dans ce sens que même un gouvernement démocratique qui entame des réformes graduelles ne peut pas assurer le contrôle des risques liés aux interactions d'intérêts entre ces groupes. L'approche du « big-bang » a été suivie par la Malaisie qui a libéralisé son système financier en l'espace de trois ans, aidée par une stabilisation économique et une supervision bancaire rigoureuse.

D'autres auteurs soulignent par contre qu'il existe des considérations politiques et économiques qui poussent certains pays à opter pour des réformes graduelles. La durée de ces réformes dépendra de plusieurs facteurs économiques et sociaux. Mais il est important selon ces auteurs de tenir compte de certaines mesures préalables tels que la stabilité macroéconomique et la présence d'une régulation prudentielle et de supervision efficace, [Mc-Kinnon, (1989 et 1991b); Leite et Sundararajan (1990), Fry (1993)]. Ces idées ont été soulignées suites aux expériences de réformes très réussies des pays asiatiques. En effet, la libéralisation graduelle des taux dans ces pays était

accompagnée d'un programme de réformes puissant qui a permis la baisse du taux d'inflation, de stabiliser l'économie et de promouvoir une supervision bancaire adéquate. La baisse de l'inflation a facilité le retour à des taux réels positifs ce qui a stimulé l'épargne financière et augmenté le volume des crédits au secteur privé.

La Banque Mondiale (1989) souligne, cependant dans son rapport sur le développement dans le monde que le processus de réformes ne doit être ni trop rapide ni trop long. Dans le premier cas les entreprises risqueraient d'encourir de lourdes pertes et dans le second cas, le coût de la persistance de l'inefficacité financière deviendrait trop élevé, (Verdier, 2001). Il est ainsi recommandé aux gouvernements de choisir un ordonnancement adéquat et ce, quels que soient les objectifs politiques qu'ils se sont fixés.

Le dernier point dont il faut tenir compte avant les réformes, voir au moment des réformes, est celui de la régulation et de la supervision bancaire. L'activité des intermédiaires financiers dans les pays à longue répression financière se caractérise souvent par une mauvaise gestion d'actifs. Une nouvelle régulation bancaire et une amélioration de la supervision ne pourra être que bénéfique pour la consolidation des performances du système financier, (Johnston et Sundararajan, 1999). Mais avant de développer cette idée, nous essayerons de dégager, à la lumière des développements ci-dessus, des propositions de stratégies de réformes en tenant compte de tous les cas de figures possibles.

#### ***1.4 LES ETAPES D'UN PROGRAMME DE LIBERALISATION FINANCIERE .***

L'examen des programmes de libéralisation financière observés par les récentes expériences de libéralisation des pays en développement présente quatre types de situations économiques probables dont dépendent les stratégies de réformes. Ces situations présentent à la fois un environnement macro-économique stable ou instable et/ou une supervision bancaire adéquate ou inadéquate. A chaque situation correspond une stratégie de réformes déterminée. Le tableau 1 ci-dessous nous donne un bref aperçu des différentes situations économiques en présence et les stratégies qui leurs sont adaptées

Tableau 1 : Les stratégies de réformes financières<sup>66</sup>.

Stratégies de réformes	Conditions économiques initiales			
	Groupe1 IE / ISB	Groupe2 IE/SBA	Groupe3 SE/ISB	Groupe4 SE/SBA
1 <sup>re</sup> étape	Mesures de stabilisation économique (réduction du taux d'inflation et du déficit budgétaire) et mise en place d'un système d'assainissement, de régulation et de supervision bancaire avec maintien de la régulation des taux d'intérêt bancaire	Mesures de stabilisation économique (réduction du taux d'inflation et du déficit budgétaire) et maintien de la SB. Libéralisation graduelle et contrôlée des taux	Maintien de la SE avec amélioration et relance de la régulation et la supervision bancaire. Maintien d'une régulation temporaire des taux.	Maintien de la stabilité et renforcement de la régulation et de la supervision bancaire. Affinement des politiques monétaires et de crédit. La libéralisation simultanée des taux peut se faire à ce stade.
2 <sup>ème</sup> étape	Introduction et/ou Développement des instruments monétaires indirects et renforcement des règles de régulation et de supervision bancaire	Introduction et/ou Développement des instruments monétaires indirects	Développement des instruments monétaires indirects et renforcement des règles de régulation et de supervision bancaire et assouplissement du contrôle sur les taux.	Développement des instruments monétaires indirects
3 <sup>ème</sup> étape	Développement de la concurrence bancaire par l'entrée de nouvelles institutions financières locales et étrangères et assouplissement du contrôle sur les taux.	Renforcement de la concurrence bancaire par l'entrée de nouvelles institutions financières locales et étrangères et adaptation de la supervision avec les nouvelles données du marché.	Développement de la concurrence bancaire par l'entrée de nouvelles institutions financières locales et étrangères avec renforcement de la supervision.	Renforcement de la concurrence bancaire par l'entrée de nouvelles institutions financières locales et étrangères et adaptation de la supervision avec les nouvelles données du marché.
4 <sup>ème</sup> étape	Libéralisation complète des taux	Libéralisation complète des taux	Libéralisation complète des taux	

Présence de stabilité économique (SE) ; Présence d'instabilité économique (IE) ; Présence de supervision bancaire adéquate (SBA) ; Absence ou inefficacité de supervision bancaire (ISB).

Ce tableau montre que la stabilisation macroéconomique et la supervision bancaire soutiennent une libéralisation rapide des taux. Lorsqu'une de ces deux conditions fait défaut, une régulation des taux qui permettrait une libéralisation graduellement pourrait anticiper les bénéfices d'une libéralisation. Dans le cas où la supervision bancaire est adéquate, les gouvernements peuvent se permettre quelques étapes de libéralisation en même temps que les programmes de stabilisation. Mais lorsque l'instabilité économique est accompagnée d'une mauvaise régulation et supervision bancaire, il serait imprudent de libéraliser les taux avant de s'assurer de la reprise de la stabilisation et de l'application effective des règles de supervision.

<sup>66</sup> Ce tableau est basé sur les travaux de Mirakhor et Villanueva (1990) ; Leite et Sundararajan (1990) ; Turtelboom (1991) ; Johnston et Sundararajan (1999) et quelques efforts personnels.

Il faut noter aussi la nécessité de prendre en compte les changements institutionnels en période de réformes. Des programmes puissants doivent mettre en place dès le début des réformes, des infrastructures qui permettront la transmission de l'information, l'analyse et le classement des crédits, l'appréciation du risque, l'analyse de projets et le développement des marchés boursiers. De telles réformes permettront aux investisseurs de solliciter des organismes autres que les banques pour le financement de leurs projets et réduiront ainsi leur vulnérabilité aux éventuels chocs de taux, (Villanueva et Mirakhor, 1990).

En conclusion, nous pouvons dire, à la lumière du tableau 1, qu'à la veille des réformes financières, le Chili et l'Argentine se classaient dans le groupe 1 avec une instabilité macroéconomique et une mauvaise régulation bancaire. Ils ont suivi exactement les étapes opposées à celles soulignées ci-dessus en libéralisant les taux sur une très courte période. Les conditions économiques initiales de la Malaisie et la stratégie des réformes qu'elle a suivie la place dans le groupe 4. La Corée, le Sri Lanka et l'Indonésie peuvent être classés dans le groupe 2 car ils présentaient des niveaux différents de déséquilibres économiques au début des réformes mais ils ont suivi un programme de stabilisation rigoureux. Bien que les étapes de réformes de ces trois pays ne répondaient pas dans leur évolution, aux propositions du tableau ci-dessus, les résultats ont été satisfaisants.

Il faut rappeler que les étapes présentées dans ce tableau ne sont qu'indicatives. Les gouvernements sont mieux placés pour savoir à quel moment introduire une réforme plutôt qu'une autre mais il faut savoir que le respect d'une stratégie de réforme est nécessaire afin d'éviter les dérapages institutionnels qui risquent d'accentuer les déséquilibres. Si ces dérapages se produisent (par exemple une sévère croissance du problème de hasard moral en présence de règles prudentielles), il serait prudent de revenir à la réglementation des taux nominaux jusqu'à ce que la confiance dans le système bancaire se rétablisse.

## ***2. LES REGLES DE REGULATION ET DE SUPERVISION BANCAIRE***

Les crises financières observées dans les pays de l'Amérique Latine suite à la mise en place des programmes de libéralisation ont révélé la faiblesse structurelle de leur système financier. Celui-ci s'est caractérisé par une forte prise de risque (des emprunteurs et des banques) en l'absence de règles rigoureuses de contrôle et de supervision. L'absence de normes (ou leur non-respect) sur la répartition des crédits ou la constitution de provision était une des raisons principales du développement des crédits risqués vers des entités liées. La rapidité de la libéralisation n'a pas donné beaucoup de temps aux institutions financières pour constituer un système de suivi des crédits comme elle n'a pas permis aux administrations publiques de développer des règles de contrôle. Par ailleurs, le système d'information bancaire était inefficace et ne permettait pas d'avoir des informations suffisantes sur les nouveaux clients. La présence d'un système de garantie explicite ou implicite des dépôts a accentué l'instabilité du système dans la mesure où les dépositaires étaient protégés contre les pertes et étaient par-conséquent indifférents aux prises de risque des banques.

Pour toutes ces raisons, les tenants de la libéralisation soulignent la nécessité de développer un système de régulation et de supervision bancaire. Cette mesure permettra de détecter la fragilité financière au moment de son apparition. Pour cela, ils proposent trois phases de mise en oeuvre, (Sundararajan, 1999). Les actions relatives à chaque phase n'impliquent pas que les autorités ne peuvent pas les appliquer simultanément si elles sont techniquement faisables. Les étapes relatives à la restructuration et à la supervision bancaire nécessitent de faire attention à leurs effets sur la situation macroéconomique globale. C'est pourquoi l'étape préparatoire doit se baser uniquement sur des critères légaux de régulation associés à un programme minimal de restructuration bancaire afin de préparer le terrain au développement du marché financier. La seconde étape ne peut être introduite que lorsque les instruments indirects de politique monétaire deviennent fonctionnels. Avec le temps, les procédures de supervision seront progressivement redéfinies et appliquées en fonction du niveau de développement des marchés (étape 3) aidant ainsi à consolider la solidité du système financier.

## **2.1 INITIALISATION DE LA STABILISATION FINANCIERE.**

### **2.1.1 LA REGULATION PRUDENTIELLE.**

La régulation prudentielle est considérée comme le seul élément qui peut être introduit dans le processus de supervision durant la première étape. A ce stade, l'attention est donnée à la mise en place d'une base organisationnelle et légale afin de préparer le terrain à un environnement bancaire concurrentiel, (Sandararajan, 1999). Pour cela, il est préférable que les institutions financières soient soumises aux mêmes lois et règlements. Il est aussi nécessaire d'harmoniser les règles standards internes avec les règles internationales afin de permettre aux banques de faire face à la fois à la concurrence interne et externe. Afin de faciliter cette harmonisation, les règles bancaires doivent être facilement amendées de façon à refléter les changements de l'environnement bancaire national et international. Pour que ces amendements soient aisément réalisables, la régulation prudentielle doit être introduite par des actions réglementaires plutôt que par des lois, (Polizatto, 1992).

### **2.1.2 LA RESTRUCTURATION BANCAIRE.**

Durant la phase préparatoire, un programme minimal de restructuration bancaire doit être initié. Celui-ci doit viser essentiellement le renforcement de la structure des bilans des banques par l'ajustement entre le passif et l'actif afin d'encourager la croissance des taux. Cette mesure a été expérimentée dans les pays de l'Europe de l'Est tel que la Pologne qui a relevé en 1989 les taux sur les crédits relatifs aux investissements agricoles avant la libéralisation des taux<sup>67</sup>. Cette mesure lui a permis de faire éviter aux banques, des pertes de taux suite à la croissance des taux sur les dépôts. De même, un programme de rééchelonnement et de conversion des crédits de la Banque Centrale au profit des banques a été introduit en Pologne et à la République Tchèque au début des réformes afin de rationaliser la politique de crédit et la gestion monétaire (les crédits de court terme ont été convertis en crédits à moyen terme).

---

<sup>67</sup> Les taux sur les crédits agricoles étaient subventionnés.



La restructuration peut prendre d'autres formes. Elle peut consister à remplacer les crédits non performants des banques en titres publics ou tout simplement à privatiser les banques. Les modalités du programme de privatisation sont déterminées selon les cas en présence. La restructuration peut prendre aussi la forme de fusion entre deux ou plusieurs institutions ou encore sous forme de recapitalisation du portefeuille de la banque. Dans ce cas, les coûts de la recapitalisation sont pris en charge soit par le gouvernement ou par les institutions elles-mêmes comme était le cas en Indonésie et en Malaisie. La restructuration par recapitalisation est souvent critiquée dans la mesure où la prise en charge par l'Etat, de la recapitalisation des banques en souffrance affecte le déficit budgétaire. C'est pourquoi les tenants de la libéralisation encouragent la restructuration par transformation d'actifs en titres publics. Ils estiment que cette procédure n'a aucun effet macroéconomique puisque les autorités ont un contrôle effectif sur la politique monétaire. Il faut souligner cependant que la restructuration et la recapitalisation ne sont faisables que lorsque le gouvernement est certain que les institutions qui vont en bénéficier présenteront dans le futur un portefeuille de crédits plus performant, (Caprio, Atiyas et Hanson, 1993).

## ***2.2 RENFORCEMENT DU DEVELOPPEMENT DES MARCHES .***

Les règles de supervision visant à renforcer le développement du marché bancaire doivent prendre en compte l'adéquation des réformes avec la situation économique et financière du pays. Le renforcement des règles de supervision doit viser essentiellement les règles de gestion bancaire afin d'éviter les dérapages qui peuvent apparaître dans la politique d'offre de crédit. A ce stade de réformes, la fixation des normes bancaires devient indispensable et doit veiller à l'amélioration de l'efficacité du système à travers le renforcement de sa crédibilité.

### ***2.2.1 RENFORCEMENT DE LA SOLIDITE FINANCIERE DES BANQUES .***

Par solidité financière, nous entendons le renforcement du capital des banques. Le capital constitue en effet, le principal actif qui permet d'absorber les pertes non attendues. Malheureusement, la plupart des banques dans les pays en développement sont sous-capitalisées et leur fond de roulement est parfois négatif<sup>68</sup>.

---

<sup>68</sup> Le fonds de roulement correspond au solde entre les ressources à plus d'un an dites stables et les immobilisations (emplois stables à plus d'un an). Le fonds de roulement est positif lorsque les ressources stables sont supérieures aux emplois. Lorsqu'il est négatif, il

La réglementation bancaire dans ces pays manque souvent de critères relatifs à la gestion du capital ou à la solvabilité bancaire, ce qui pousse les banques dans certains cas à distribuer des dividendes alors qu'elles ont accusé des pertes. En raison de la faiblesse de ces critères, les banques accumulent des risques d'insolvabilité. Cette situation est souvent une des principales caractéristiques des banques étatiques dans ces pays. La présence de l'assurance implicite de l'Etat, pousse ces banques à multiplier les pertes qui sont absorbées par le budget de l'Etat.

C'est la raison pour laquelle, l'application et le renforcement des critères de solvabilité sont indispensables afin de réduire et même de supprimer ces dérapages. Des critères de solvabilité minimale doivent être adoptés. Ces critères sont fixés actuellement à 8% de l'ensemble des actifs bancaires. Ce ratio établi par le comité Bâle<sup>69</sup> (voir encadré1), est appelée ratio de solvabilité. Il est considéré comme un niveau plancher dont l'ajustement doit se faire en fonction de la variation du niveau de risque du bilan de chaque banque. Dans les pays où le système d'information et de gestion bancaire est inadéquat, il est conseillé de mettre en place un guide de solvabilité basé sur les risques encourus par les banques. Cette proposition vient du fait que l'objectif du capital est d'absorber les pertes soudaines des banques. La fixation du ratio de solvabilité doit donc être liée à l'environnement des risques d'actifs bancaires, (Polizatto,1992).

---

traduit un besoin en fonds de roulement c'est à dire que les immobilisations sont financées par les ressources de trésorerie ou par l'excédent des ressources d'exploitation sur les emplois. Autrement dit, une partie des emplois à long terme sont financés par des ressources à court terme ce qui peut provoquer un risque d'insolvabilité.

<sup>69</sup> Les difficultés bancaires des années 80 ont mis en évidence l'importance des risques bancaires et les grandes disparités en matières de fonds propres bancaires au sein des pays industrialisés. Cette préoccupation était à l'origine d'un projet anglo-américain publié en février 1987 et abandonné depuis. Ce projet a accéléré les travaux des pays européens réunis à Bâle qui débouchèrent en juillet 1988 sur un accord réalisant « la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres ». Le document constitutif publié par le comité de Bâle a été approuvé par les gouvernements des dix et a abouti à l'accord de Bâle de juillet 1988. Cet accord instaure un ratio prudentiel minimum dit « ratio Cook » du nom du président du comité qui définit un rapport minimal entre les fonds propres des banques et les risques de crédit pondérés selon la nature des opérations.

### **ENCADRE 1 : LE COMITE DE BALE.**

La création du comité de Bâle a pour origine la crise pétrolière de 1974 qui a perturbé les flux de capitaux sur le marché de l'eurodollar. De nombreuses banques aux Etats-Unis et en Europe ont subi des pertes de change considérables suites à la dépréciation non anticipée de certaines devises. Cette crise s'est amplifiée suite à la faillite de la Herstatt en Allemagne de l'ouest et ses effets sur le marché de crédit international qui a connu l'éviction de plusieurs emprunteurs. Cette crise à précipité la réunion en septembre 1974 des gouverneurs des Banques Centrales de 10 pays au cours de laquelle un communiqué a été publié sur la nécessité de mettre en place des règles de contrôle des liquidités bancaires. Le G10 créa ainsi un comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires rebaptisé en 1992 Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

En février 1975, le Comité de Bâle a établi un concordat qui fixait le principe d'une responsabilité parentale entre les banques commerciales et les Banques Centrales des pays d'origines. Mais la faillite du Banco Ambrosiano Spa en 1982 en Italie et l'opération de sauvetage menée en Allemagne pour sauver la banque Shröder en 1983 a montré la difficulté de coordonner les interventions des autorités de contrôle ce qui a poussé le G10 à réviser le concordat de 1975 en mai 1983. Cette révision a permis de mettre en place *des principes de contrôle des établissements des banques à l'étranger* en mettant en lumière les règles de partage des responsabilités de contrôle entre les succursales, filiales et sociétés en participation ouvertes à l'étranger. En juin 1992 certains principes annoncés dans le document de 1983 ont été reformulés comme règles de supervision minimales. Ces règles ont été communiquées par la suite aux autorités de supervision de chaque pays qui ont été invitées à les appliquer. Ces règles ont été publiées par la suite en juillet 1992.

En octobre 1996, le Comité de Bâle a publié un rapport dans lequel il propose des directives qui permettent de vaincre les défauts relatifs aux expériences de supervision des différents pays et de consolider une supervision effective entre les banques dans leurs opérations internationales. Ce rapport a été approuvé par les 140 pays qui ont assisté à la conférence internationale sur la supervision bancaire en juin 1996. Il est nécessaire de noter que le Comité de Bâle n'a aucune autorité supranationale et ses décisions n'ont aucune force légale. Son objectif est tout simplement de formuler des directives et recommander leurs mises en places par les autorités nationales dans le cadre de leur législation.

Le Comité de Bâle compte actuellement 13 pays : La Belgique, le Canada, la France, l'Allemagne, l'Italie, le Japon, le Luxembourg, la Suède, la Suisse, la Grande Bretagne, les Etats Unis, les Pays Bas et l'Espagne qui a intégré le Comité en février 2001.

#### ***L'adéquation des fonds propres***

La détérioration des fonds propres des principales banques internationales depuis le début des années quatre-vingt a vivement inquiété le Comité de Bâle qui voulait harmoniser les normes de mesures des capitaux propres. Pour cela, un document consultatif a été diffusé en décembre 1987 et qui allait permettre d'arriver à un accord sur la définition des fonds propres. Ainsi deux définitions ont été retenues. Les fonds propres stricto sensu (*tier one*) recouvrant le capital social et les bénéfices non distribués et les fonds propres complémentaires (*tier two*) comprenant les réserves occultes, les provisions pour réévaluation, les provisions générales, les obligations convertibles en actions, les obligations à durée indéterminée à taux flottant et les titres de dettes subordonnées à long terme. Le *tier one* doit représenter 50% au moins du total des fonds propres.

Le système de mesure des fonds propres est approuvé par le G10 en juillet 1988 et communiqué aux banques dans un document intitulé *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres*. Cet accord visait à instaurer en fin 1992 un dispositif communément appelé ratio Cooke (du nom du président du comité) comprenant une norme minimale de fonds propres, fixé à 8%, assortie d'un système de pondération des risques de bilan et de hors bilan. Ce dispositif a été par la suite amendé plusieurs fois notamment en 1991 pour clarifier la définition des réserves générales pour créances douteuses, en 1995 pour intégrer l'exposition des banques au risque de crédit sur produits dérivés, 1996 pour intégrer les risques de marché liés aux positions ouvertes des banques sur devises, titres de dette négociés, actions produits de base et options et en 2004 pour intégrer deux approches possibles pour traiter les risques de crédit (notations internes et externes), l'adoption d'une surveillance prudentielle et une discipline de marché.

### ***2.2.2 AMELIORATION DE LA GESTION DU CREDIT BANCAIRE .***

Les expériences de crises bancaires observées dans certains pays en développement comme nous l'avons vu dans le paragraphe 1 de cette section, sont souvent liées à une prise de risque excessive des banques suite à une mauvaise gestion des crédits. Ces risques auraient pu être évités si les banques avaient suivi des règles minimales de diversification des risques. Pourtant, ces règles minimales qui empêchent la concentration des risques en un seul client ou à un ensemble de clients, sont connues par le milieu bancaire et constituent un des principaux critères à respecter dans la gestion prudentielle. Les limites à la distribution des crédits sont normalement exprimées en pourcentage du capital bancaire. Ces limites sont considérées comme raisonnables lorsqu'elles sont fixées à un taux minimal de 15% sans toutefois dépasser 25%, (Polizatto,1992). Les crédits bancaires doivent aussi respecter une norme supplémentaire relative aux grands risques c'est à dire l'ensemble des crédits distribués. Cette norme est calculée en pourcentage des fonds propres de la banque et est fixée par la Banque Centrale selon les caractéristiques du système bancaire local.

Dans les pays industrialisés, les limites aux crédits varient entre 15 et 20%. Ces limites sont souvent inexistantes dans les pays en développement. Même dans les pays où ces critères sont instaurés, ils sont souvent contournés par des clients qui empruntent au nom d'autres personnes. C'est la raison pour laquelle les nouvelles règles de répartition de crédit doivent tenir compte des éventuels liens qui peuvent exister entre les clients afin de s'assurer de l'origine du remboursement.

### ***2.2.3 MISE EN PLACE D'UN SYSTEME DE CLASSIFICATION D'ACTIFS ET DE PROVISIONS .***

Parmi les principales causes de faillite bancaire des pays de l'Amérique Latine, celles d'une mauvaise organisation d'actifs. Les banques ont, en effet, souvent négligé l'identification des problèmes liés aux actifs et de constituer par conséquent, un système de provisions en cas de perte. Cette pratique bancaire présentait un bilan qui ne reflétait pas la véritable situation financière des banques et montrait même, dans certains cas, des exercices excédentaires.

Même dans les pays où il existait un système de classification des créances, les superviseurs ne disposaient pas d'outils qui leur permettaient de vérifier si les banques respectaient bien les procédures de mise en place des provisions. C'est pourquoi, il est nécessaire de veiller à ce que les banques identifient systématiquement les risques réels liés aux actifs et d'affecter à chaque niveau de risque la provision qui lui convient.

Afin que ce système soit effectif dans les pays en développement, le législateur doit introduire des règles qui obligeront les banques à : 1) mettre en place un ensemble de critères sur la base desquels ils classeront leurs actifs, 2) définir les actifs non performants, 3) empêcher la capitalisation des intérêts et 4) mettre en place des provisions minimales pour les pertes probables selon la classe de risque. Il est évident que le législateur peut mettre en place des règles plus strictes et exiger plus de précisions aux banques sur le niveau des leurs créances si leur situation financière l'exige ou afin de refléter plus de transparence sur leur activité.

#### ***2.2.4 MISE EN PLACE D'UN SYSTEME DE GARANTIE DES DEPOTS.***

En plus de la mise en place d'une régulation bancaire adéquate, les auteurs de la libéralisation soulignent la nécessité d'instaurer un système de garantie des dépôts qui permettra d'apporter plus de sécurité au secteur financier. En effet, le risque de faillite bancaire lors d'une libéralisation hâtive est très fréquent dans les économies en développement et la faillite d'une banque peut provoquer la faillite d'autres établissements bancaires. Cette faillite génère aussi des externalités négatives sur l'ensemble de l'économie en interrompant les activités économiques qui dépendent des crédits bancaires.

La mise en place d'un tel système peut se présenter sous plusieurs formes. L'assurance des dépôts peut en effet revêtir un caractère privé en étant organisée par les banques elles-mêmes. Elle peut aussi être publique en adossant la gestion de l'assurance des dépôts à la Banque Centrale. L'avantage d'un dispositif privé est celui d'inciter les banques, par la concurrence, à correctement évaluer les risques et à déterminer la prime d'assurance qui lui serait associée, (Morel, 2000). Mais le principal inconvénient de ce dispositif réside dans le fait qu'en cas de risque systémique, les banques perdront leur crédibilité et la décision de fermeture d'une banque ne sera pas à la discrétion de la

Banque Centrale, (Benston, 1983). Le fonds de garantie des dépôts a pour objet d'assurer les banques contre leur propre risque de faillite. Les modes de fonctionnement de ce fonds sont identiques à ceux d'une société d'assurance : la banque paie régulièrement une prime, fixée ex-ante, qui lui assure, en cas de sinistre, de recouvrir la différence entre le montant de ses dépôts garantis et la valeur de ses actifs.

La cotisation annuelle qui serait calculée en fonction du montant des dépôts risquerait de provoquer cependant, un problème d'aléa moral. L'aléa moral se manifeste lorsque les institutions financières prennent du risque en partant du principe qu'elles vont recueillir le fruit de leurs opérations tout en étant protégées des pertes éventuelles (garantie de l'Etat). Cet effet est souvent dû à une mauvaise tarification de l'assurance qui s'avère trop chère pour les établissements prudents et « bon marché » pour les établissements imprudents. Une prime d'assurance fixe n'est donc pas adéquate pour résoudre le problème d'aléa moral. Il est ainsi nécessaire que chaque pays trouve la méthode de cotisation la plus adéquate qui permettrait de réduire ce problème. Certains auteurs tels que Helfer (1999), voient que la réduction de l'aléa moral ne peut se produire que si les autorités laissent couler les institutions financières insolvables et imposent des coûts aux institutions qui se trouvent au bord de la faillite. Mais la pratique nous montre que les gouvernements, dans plusieurs régions du monde, essaient souvent de sauver les institutions qu'ils jugent trop grandes ou stratégiques pour faire faillite.

La mise en place d'un système de garantie de dépôts dans les pays en développement ne peut être efficace sans une gestion optimale d'actifs et le respect des normes bancaires. Le fonctionnement d'un fonds de garantie de dépôts serait plus efficace si les gouvernements se limitent à la protection des petits épargnants, à rembourser en dernier lieu les gros créanciers et à faire subir aux actionnaires la perte de leur mise de fonds en cas de faillite bancaire, (Helfer,1999).

### ***2.3 CONSTRUIRE UN CADRE EFFECTIF DE SUPERVISION BANCAIRE.***

La supervision est considérée comme un moyen pratique qui permet de connaître les conditions financières des banques et des entreprises. Cependant les pratiques de supervision ne sont pas souvent efficaces. Dans certains pays en développement, le contrôle externe des banques n'existe pas alors que dans d'autres, il manque de programme d'organisation et de règles standards de base. De plus, les contrôles lorsqu'ils sont effectués, sont marqués de pratiques locales et de règles usuelles qui masquent la vraie situation financière des institutions. C'est pourquoi, les réformes bancaires doivent veiller à bannir de telles pratiques et à créer un cadre effectif de supervision bancaire. La réalisation d'un tel objectif peut s'inspirer des expériences des pays industrialisés mais le législateur peut aussi trouver une formule de supervision qui tiendra compte des particularités de son système financier.

#### ***2.3.1 LE CONTROLE EX-ANTE ET EX-POST.***

Le niveau de réussite du contrôle ex-ante est très lié au degré de confiance qu'ont les spécialistes dans la réglementation bancaire. Les superviseurs doivent vérifier la conformité des pratiques bancaires avec les lois et règlements en vigueur afin de mieux identifier les risques et aider les banques à les éviter. Les directeurs et responsables des banques doivent fournir au superviseur tous les documents nécessaires qui lui permettent d'identifier les origines des problèmes afin de mettre en place les actions qui réduisent la probabilité de leur apparition dans l'avenir.

Il serait très utopique de dire qu'une simple transparence dans la diffusion de l'information sur les comptes bancaires permet au superviseur de détecter toutes les maladrances annonciatrices de risques. C'est pourquoi il est conseillé, comme première étape de contrôle, de mettre l'accent sur les principales activités de la banque, d'évaluer la qualité de ses actifs, de son capital et de son système comptable. Par exemple, dans l'évaluation de la qualité des actifs, le superviseur est amené à vérifier le degré de réalisation de la politique de crédit de la banque par l'analyse des fichiers des gros clients comme il doit vérifier les provisions pour pertes. Il est aussi conseillé au superviseur d'encourager les banques à développer et à renforcer leur système de gestion interne afin d'éviter les pratiques risquées.

Le superviseur doit par la suite communiquer à la banque les résultats de son contrôle et les types d'actions correctives à suivre à travers un rapport bien rédigé et même des rencontres avec le personnel lorsque c'est nécessaire.

Le contrôle ex-post est un élément complémentaire au contrôle ex-ante mais ne peut en aucun cas le remplacer. Son principal objectif est celui de détecter les premiers signes de faiblesse et de fournir les moyens de les contrôler. Mais pour que cet objectif soit réalisable, les banques doivent fournir une information complète et de qualité sur leur situation financière et comptable. Or dans la plupart des pays en développement, les rapports sur le contrôle prudentiel qui constituent un outil de base pour le contrôle ex-post, donnent très peu d'information sur la situation de liquidité et des crédits et n'identifient pas clairement les risques potentiels. C'est pourquoi et afin de rendre ce type de contrôle efficace, les autorités doivent encourager les banques à améliorer la qualité des rapports fournis. Ces rapports doivent présenter clairement toutes les données statistiques relatives à la politique de crédits et de dépôts des banques, des informations sur les problèmes liés aux créances, la position de devise, la situation du bilan et la situation de pertes et de profit. Le superviseur doit avoir la capacité d'analyser et de synthétiser ces informations de façon à faire ressortir les faiblesses de la banque et de proposer les moyens de les corriger.

### ***2.3.2 L'AUTORITE DE SUPERVISION.***

Le choix de l'autorité de supervision est très lié au pouvoir des autorités monétaires. Le pouvoir de supervision est souvent placé sous l'autorité de la Banque Centrale qui permet d'assurer la sécurité et la solidité du système bancaire. Lorsque la Banque Centrale présente quelques faiblesses, il est préférable de déléguer la fonction de supervision à des agences autonomes. Ces agences peuvent aussi être placées sous la responsabilité du Ministère des Finances ou du Trésor.

Polizatto (1992) souligne que cette alternative n'est pas souhaitable dans la mesure où le Ministère des Finances et le Trésor sont fortement politisés et la coordination de leur politique avec celle des agences peut créer des conflits. Afin d'éviter la politisation de ces agences, Polizatto (1992), ajoute qu'il est nécessaire que le directeur de ce type d'organismes ait une position très élevée dans le gouvernement



et/ou qu'il soit directement lié au gouverneur de la Banque Centrale. Cette forme d'hierarchisation permettra d'assurer la crédibilité de la fonction de supervision et espérer que les directives du superviseur soient respectées par les banques.

### ***2.3.3 LA QUALITE DES SUPERVISEURS .***

Dans la plupart des pays en développement, la fonction de supervision souffre d'un déficit en ressources humaines notamment les plus qualifiées. Cette contrainte de personnel limite les missions de contrôle et alourdi les tâches du superviseur qui doit accumuler plusieurs missions externes, ce qui réduit la qualité de ses inspections. De plus, la faible grille des rémunérations au sein de la Banque Centrale pousse les individus qualifiés à préférer le travail dans des banques privées réduisant ainsi considérablement la qualité du personnel au sein de Celle-ci. La Banque Centrale doit ainsi veiller à améliorer la qualité de ses contrôleurs en leur offrant une bonne formation et à attirer le personnel qualifié par l'élévation de la grille des salaires de manière à concurrencer le secteur privé.

Il ressort ainsi de cette analyse que l'association d'une stabilité économique et d'une supervision bancaire adéquate soutient la réussite des réformes financières. Les exemples d'expériences de réformes des pays de l'Amérique Latine et des pays asiatiques soulignés plus haut, nous ont montré qu'il était nécessaire de suivre un programme de réformes adapté aux conditions économiques afin d'augmenter les probabilités de réussite de la libéralisation. L'organisation des réformes financières entamées par d'autres pays depuis ces expériences semble, plus ou moins, tenir compte des stratégies soulignées ci-dessus. C'est ainsi que les pays du Maghreb et du Machrek arabes ont entamé dès le milieu des années quatre-vingt (Maroc et Tunisie) et le début des années quatre-vingt-dix (Egypte, Jordanie et Algérie) un programme de réformes économiques et financières suite à la signature d'un plan d'ajustement structurel avec le Fonds Monétaire International. Nous nous arrêterons dans la section suivante sur les stratégies de réformes financières liées à la libéralisation suivies pas ces pays.

## ***SECTION 2 : LE DEROULEMENT DE LA LIBERALISATION FINANCIERE AU MMA.***

Dans la première section de ce chapitre, nous nous sommes intéressés aux débats relatifs aux conditions de succès de la libéralisation financière. Nous nous sommes attardés sur les expériences de réformes de quelques pays latino-américains et asiatiques à partir desquels certains principes généraux ont été recommandés afin d'assurer la réussite de la libéralisation des pays en développement.

Ayant décidé de libéraliser tardivement leur système financier, les pays du MMA semblent avoir opté, à différents niveaux, pour un mixage entre une libéralisation graduelle et rapide. L'objectif de cette section est de présenter le déroulement de la libéralisation financière dans ces pays en nous référant aux stratégies soulignées dans la section1 de ce chapitre.

### ***1. LES DIFFERENTS ASPECTS DE LA LIBERALISATION FINANCIERE AU MMA.***

Les réformes financières au MMA ont commencé après une longue période de répression durant laquelle l'Etat avait un contrôle total sur les opérations des intermédiaires financiers. Cette situation a créé un environnement financier faiblement développé qui opérait dans une économie dont les revenus dépendaient essentiellement de l'étranger (revenus des exportations des hydrocarbures et du tourisme). Une stabilité économique artificielle soutenue par une forte entrée de devises a permis à ce système de fonctionner jusqu'au choc financier des années quatre-vingt. A la veille des réformes un ensemble de déséquilibres macroéconomiques et financiers a caractérisé ces économies. Nous nous arrêterons dans ce paragraphe sur les principales caractéristiques de ces déséquilibres en précisant les aspects des réformes financières liées à la libéralisation suivies par ces pays.

### **1.1 LE CONTEXTE MACROECONOMIQUE GLOBAL A LA VEILLE DES REFORMES.**

A la veille des réformes, la situation macroéconomique au MMA présentait différents niveaux de déséquilibres. Mais ces déséquilibres n'étaient pas comparables à ceux des pays latino-américains<sup>70</sup>. La croissance économique (sauf en Jordanie en 1989), était restée à des niveaux raisonnables. Le volume d'investissement financé dans sa majorité par l'épargne intérieure (Maghreb) était élevé et le taux d'inflation, bien qu'élevé, n'avait pas atteint les niveaux observés dans les pays de l'Amérique Latine. L'instabilité apparaissait notamment à travers l'importance du déficit budgétaire et le faible niveau des taux nominaux qui, additionné au taux d'inflation, présentaient des taux réels négatifs. De même, le volume de la masse monétaire en pourcentage du produit avait atteint des niveaux inquiétants traduisant en partie la croissance de l'inflation.

L'équilibre externe était plus alarmant. Celui-ci apparaissait à travers la situation de la balance des paiements et de la dette extérieure. La balance courante par exemple présentait un solde négatif dans tous les pays. Le déficit de la balance commerciale exprimait bien la dégradation de la situation des exportations. Le taux de couverture présentait des signes de faiblesse notamment en Egypte où il était le plus bas<sup>71</sup>. La dégradation de la situation externe dans ces pays s'exprimait aussi par la baisse du volume des réserves en devise qui ne couvraient pas plus d'un mois d'importation au Maroc et en Tunisie. La situation était légèrement meilleure dans les autres pays où le volume des réserves couvrait entre 2 et 4 mois d'importations.

---

<sup>70</sup> Nous entendons par la vielle des réformes, la période qui a précédé les réformes y compris l'année à partir de laquelle les réformes ont été entreprises. C'est à dire : 1983 pour le Maroc, 1986 pour la Tunisie, 1989 pour la Jordanie, 1991 pour l'Egypte et 1990 et 1994 pour l'Algérie.

<sup>71</sup> Ce taux était de 0,97 en Algérie (1994) ; 0,38 en Egypte (1991) ; 0,82 en Tunisie (1986); 0,88 en Jordanie (1989) et 0,8 au Maroc (1983).

Tableau 2 : Principaux indicateurs économiques à la veille des réformes.

	<i>Taux de croissance du PIB</i>										
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	5,40	5,60	3,70	0,40	-0,70	-1,00	4,40	0,80	-1,20	1,80	-2,10
<i>Egypte</i>	7,40	6,09	6,60	2,65	2,52	5,30	4,97	5,70			
<i>Jordanie</i>	1,99	8,64	3,46	7,01	2,90	-1,85	-13,45				
<i>Maroc</i>	-0,56	4,34									
<i>Tunisie</i>	4,68	5,75	5,65	-1,45							
	<i>Taux d'inflation (prix de 1995)</i>										
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	5,40	7,59	12,43	17,02	7,64	3,80	4,37	23,80	21,08	25,88	23,69
<i>Egypte</i>	16,09	17,08	12,10	24,49	22,62	20,59	25,35	15,86			
<i>Jordanie</i>	2,56	1,98	2,20	1,57	-1,50	5,48	20,79				
<i>Maroc</i>	4,81	13,01									
<i>Tunisie</i>	8,05	9,70	9,21	5,84							
	<i>Déficit primaire en % du PIB</i>										
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	-1,79	3,70	2,06	-10,10	-6,40	-10,30	0,00	5,30	3,50	1,00	1,80
<i>Egypte</i>	-8,95	-10,28	-9,18	-10,55	-5,07	-7,66	-5,37	-5,72			
<i>Jordanie</i>	-5,93	-7,05	-7,58	-6,01	-11,22	-9,20	-5,80				
<i>Maroc</i>	-7,75	-6,02									
<i>Tunisie</i>	-8,09	-4,79	-0,32	-6,62							
	<i>Masse monétaire en % du PIB</i>										
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	70,98	73,80	76,77	76,55	82,47	91,56	78,64	61,78	49,16	50,64	55,86
<i>Egypte</i>	82,57	81,81	81,91	84,07	87,10	88,55	83,46	85,86			
<i>Jordanie</i>	88,47	88,94	93,02	96,08	108,86	122,68	136,49				
<i>Maroc</i>	46,00	44,75									
<i>Tunisie</i>	43,67	43,11	45,06	46,33							
	<i>Taux réels sur les dépôts</i>										
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	-2,40	-4,59	-9,43	-13,02	-3,64	0,20	3,63	-15,80	-13,08	-17,88	-15,69
<i>Egypte</i>	-5,08	-6,04	-1,11	-13,49	-11,62	-9,59	-13,68	-3,86			
<i>Jordanie</i>	4,94	6,52	6,30	6,93	9,00	3,72	-11,79				
<i>Maroc</i>	1,69	-6,51									
<i>Tunisie</i>	-3,55	-5,20	-3,86	0,91							
	<i>Epargne intérieure en % du produit</i>										
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	39,71	37,41	37,76	29,52	29,38	27,44	30,41	26,81	37,55	33,15	27,74
<i>Egypte</i>	17,78	14,02	14,55	13,84	15,88	17,08	17,32	16,15			
<i>Jordanie</i>	-12,24	-10,17	-15,16	-5,60	-2,17	1,48	4,98				
<i>Maroc</i>	14,97	14,68									
<i>Tunisie</i>	25,14	24,53	24,13	19,48							

Tableau 2 (suite) : Principaux indicateurs économiques à la veille des réformes.

<i>Epargne nationale et transferts en % du PIB</i>											
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	37,69	34,99	35,70	28,47	27,86	24,70	27,98	23,98	33,16	..	..
<i>Egypte</i>	20,35	17,01	12,52	8,68	19,14	21,11	20,82	21,38			
<i>Jordanie</i>	22,80	21,94	14,08	18,16	15,01	18,73	28,82				
<i>Maroc</i>	18,97	18,26									
<i>Tunisie</i>	26,67	25,71	23,67	19,29							
<i>Accumulation brute du capital fixe en % du PIB</i>											
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	34,36	33,48	32,44	34,46	29,69	26,24	27,12	26,97	25,86	27,07	27,01
<i>Egypte</i>	29,56	26,78	25,17	22,40	27,34	34,43	30,60	26,94			
<i>Jordanie</i>	29,30	26,59	19,05	18,92	20,31	22,67	23,36				
<i>Maroc</i>	24,44	23,10									
<i>Tunisie</i>	31,85	32,13	28,14	24,99							
<i>Solde de la balance courante en % du PIB</i>											
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	-0,17	0,14	1,75	-3,50	0,21	-3,45	-1,94	2,29	5,18	..	..
<i>Egypte</i>	-5,41	-8,17	-9,25	-9,36	-2,28	-1,55	-1,18	-1,47			
<i>Jordanie</i>	-7,76	-5,14	-5,09	-0,64	-5,39	-4,86	9,32				
<i>Maroc</i>	-6,35	-7,72									
<i>Tunisie</i>	-6,83	-9,26	-6,91	-6,70							
<i>Service de la dette en % du PIB</i>											
	<i>1983</i>	<i>1984</i>	<i>1985</i>	<i>1986</i>	<i>1987</i>	<i>1988</i>	<i>1989</i>	<i>1990</i>	<i>1991</i>	<i>1992</i>	<i>1993</i>
<i>Algérie</i>	9,35	9,44	8,42	8,27	8,25	11,57	13,88	14,01	17,57	16,92	18,62
<i>Egypte</i>	5,15	4,03	4,57	4,22	1,91	2,38	2,81	4,47			
<i>Jordanie</i>	6,26	7,34	9,71	9,63	11,39	14,28	10,94				
<i>Maroc</i>	8,43	6,16									
<i>Tunisie</i>	7,38	8,35	8,62	9,42							

A la veille des réformes, la croissance du service de la dette est venue déstabiliser encore plus l'équilibre externe notamment en Algérie où il était le plus élevé. Les tentatives de réformes adoptées par certains pays tels que la politique d'ouverture en Egypte (voir encadré 2) ou les réformes bancaires en Algérie durant les années quatre-vingt n'ont pas permis de rétablir l'équilibre devant une pénurie de biens de consommation et le développement des marchés parallèles de devise.

Face à la gravité du déséquilibre économique, les gouvernements de ces pays se sont rapprochés à des périodes différentes, des institutions de Bretton-Woods afin de mettre en place un programme d'ajustement structurel. L'objectif de ce programme était de remédier aux déséquilibres les plus importants tels que le déficit budgétaire,

l'inflation, le sous approfondissement du marché financier ainsi que la libéralisation du marché des changes et du commerce extérieur. Le programme d'ajustement structurel adopté au MMA se distingue par son caractère global et très progressif. Le calendrier des réformes a tenu compte de tous les secteurs de l'économie mais les étapes suivies étaient différentes d'un pays à un autre.

**ENCADRE 2 : LA POLITIQUE D'OUVERTURE (INFITAH) EN EGYPTÉ.**

La politique d'ouverture « Infitah » a été adoptée en 1974 par la loi n° 43 dans le but de promouvoir l'investissement privé et de permettre aux investisseurs étrangers de participer au processus de développement local. Afin de faciliter ce processus, une nouvelle structure a été instituée dénommée autorité générale pour l'investissement et les zones franches sous les auspices du Ministère de l'Economie. Cette autorité était chargée d'identifier les projets les plus appropriés à l'environnement local, de contacter les investisseurs étrangers et d'évaluer et de superviser les opérations d'investissement. Cette loi n'a pas précisé le pourcentage de participation des investisseurs étrangers et locaux dans les différentes branches de l'économie mais les pratiques ont montré une préférence pour les participations mixtes dans lesquelles une majorité des 2/3 est allouée aux autorités locales.

Ces participations sont apparues en premier lieu dans le système bancaire dans lequel le secteur privé local et étranger pouvait participer dans les banques publiques ou instituer de nouvelles banques dans la limite de 49% du capital de la banque. Les opérations de ces banques pouvaient se faire à la fois en livre égyptienne et en devise. Par ailleurs, des banques étrangères ont aussi été autorisées à ouvrir des branches mais leurs opérations étaient limitées aux opérations de devises. Cette nouvelle loi a eu pour conséquence l'amendement des lois régissant le secteur bancaire. Ainsi la Banque Centrale a été autorisée à déterminer librement les taux d'intérêt et les banques ont obtenu plus de liberté dans la conduite de leur politique financière. Les restrictions imposées aux banques publiques ont été supprimées permettant à ces banques de concurrencer les banques privées.

Afin d'assurer une meilleure discipline dans l'organisation du système bancaire et éviter la main mise des banques étrangères sur le système local, une nouvelle loi a été promulguée en 1984, la loi n° 50 et qui donne un droit de veto au Ministère des Finances sur la nomination des directeurs des banques étrangères. Par ailleurs un ratio de contrôle de crédit a été établi et qui oblige ces banques à limiter l'offre de crédit à un même client, à 25% de leur capital. Cette période a vu ainsi la transformation du système bancaire égyptien d'un système complètement centralisé constitué de neuf banques publiques à un système constitué de 83 banques dont 74 privées. Parmi les banques privées on dénombreait 27 banques à capital public et privé, 23 branches de banques étrangères et 24 banques mixtes « joint-venture banks ». La croissance du nombre des banques a eu pour conséquence la croissance de leurs branches qui sont passées de 1388 branches en 1980 à 1882 en 1991.

Au niveau des investissements dans les autres secteurs, un grand enthousiasme a été observé suite à la promulgation de la loi 43 et qui s'est exprimé par l'approbation de plus de 100 projets entre 1974 et 1975. Mais cet enthousiasme s'est vite dissipé devant les dispositions de cette loi et les litiges qu'elle a provoqués entre le gouvernement égyptien et les représentants des investisseurs étrangers des différents pays sur les modalités du rapatriement et de réinvestissement du capital et du profit ainsi que les salaires des travailleurs étrangers en Egypte. Ces litiges ont eu pour résultat l'amendement de la loi 43 par la loi 32 en 1977. Mais cet amendement n'a eu que des effets temporaires sur le climat d'investissement en Egypte puisque le capital étranger investi avait commencé à baisser à partir de 1981 et atteint son volume le plus bas en 1986. En effet, celui-ci a été évalué à 225,2 millions de dollars en 1986 contre 751,9 millions de dollars en 1974. En 1989 et 15 années après la promulgation de la loi 43, les investissements étrangers n'avaient atteint que la somme de 800 millions de dollars en capitaux financiers et environ 1 milliard de dollars en capital fixe, un montant considéré comme très faible comparés au volume des investissements étrangers dans les autres pays émergents. La loi n° 230 de 1989 qui avait pour objectif d'apporter quelques améliorations à la loi 32, n'avait rien apporté de plus aux investisseurs étrangers puisqu'elle a juste consisté à élargir les dispositions appliquées aux investisseurs étrangers aux investisseurs locaux.

## **1.2 LES MESURES DE STABILISATION ECONOMIQUES .**

Les mesures de stabilisation économiques entreprises au MMA ont été entamées en même moment que la libéralisation des taux d'intérêt. Ces réformes ont concerné notamment, la réduction et la stabilisation de l'inflation et du déficit budgétaire. A part quelques différences négligeables spécifiques à chaque pays, la méthodologie de réformes suivie a consisté à libéraliser les prix sur les produits de consommation et à réduire les dépenses budgétaires tout en augmentant les revenus. Plusieurs lois ont été promulguées notamment celles relatives aux réformes fiscales et à la libéralisation de l'activité économique interne<sup>72</sup>. En Egypte, la réduction des dépenses budgétaires n'a pas épargné les dépenses sociales qui a concerné également les programmes de subvention alimentaire. Ces derniers ont baissé considérablement suite aux réformes pour atteindre un taux de 4% du produit en 1994 contre un taux de 13% en 1983, (Abdelfadil, 1994). En Tunisie, la réduction des dépenses a touché aussi les subventions aux entreprises qui ont baissé à 2% du produit en 2003<sup>73</sup>. Des lois relatives à la promotion de l'investissement privé local et étranger ont aussi été promulguées afin d'encourager l'initiative privée<sup>74</sup>.

Ces mesures ont donné des résultats très prometteurs au cours des trois premières années de réformes. L'inflation a baissé dans tous les pays et le déficit budgétaire a été réduit progressivement. La rapidité de ces résultats peut s'expliquer par le faible niveau du taux d'inflation qui, malgré sa croissance, est resté modéré. Ces résultats sont aussi liés à l'amélioration de la conjoncture économique internationale au début des années 90 qui a permis l'augmentation des revenus en devise<sup>75</sup>.

---

<sup>72</sup> En Jordanie par exemple, l'Etat a promulgué une loi relative à la taxe sur les ventes en 1994 et sur la valeur ajoutée en 2001. La réduction des dépenses visée dans le plan de réformes de 1992, s'est traduite par celle des dépenses en capital en raison du retrait de l'Etat du secteur des investissements à partir de 1997. Celles-ci sont passées de 20,1% de l'ensemble des dépenses entre 1992 et 1996 à 15,1% entre 1997 et 2000. Par ailleurs l'Etat a promulgué une nouvelle loi en juillet 2001 pour la gestion de la dette publique qui fixe un plafond de 60% du produit pour la dette interne et 80% du produit pour la dette interne et externe et s'est engagé à atteindre ce plafond en 2006.

<sup>73</sup> Cependant, le soutien hors budget continue à être pratiqué au profit des entreprises publiques, au moyen d'exemptions de l'impôt exigible, de garanties publiques sur l'emprunt à l'étranger et de prix des services réglementés.

<sup>74</sup> En Algérie, par exemple, une loi visant à réduire le monopole de l'Etat sur le commerce extérieur a été adoptée En 1991. Deux ans après, un code des investissements libérant les initiatives a été mis en place. En 1995, ont été prises deux ordonnances, l'une relative à la privatisation, l'autre à la gestion des capitaux marchands de l'Etat. En Egypte, la nouvelle loi relative aux investissements étrangers a vu le jour le 9 août 1997 avec la loi n°8/97 sur les garanties et incitations aux investissements. Cette loi a été suivie par un Décret présidentiel n°284/97, portant création de la « General Authority for Investment and Free Zones ».

<sup>75</sup> Il faut noter que ces pays ont connu des difficultés budgétaires quelques années après les réformes comme est le cas de l'Algérie et de l'Egypte qui connaît une longue période de récession. Mais ce qui est important dans ce paragraphe c'est de faire allusion à l'intérêt que ces pays ont donné aux mesures de stabilisation économique afin de renforcer les réformes financières et de montrer que ces mesures ont permis de réaliser cet objectif de court terme.

### **1.3 LA LIBERALISATION DES TAUX D'INTERET .**

Les méthodes de libéralisation des taux au Maghreb et au Machrek étaient à la fois rapides (Jordanie et Egypte) et progressives (Maroc, Tunisie, Algérie). En Jordanie, l'étape de libéralisation des taux était franchie en 1988 lorsque le plafonnement des taux sur les dépôts était amendé. Les taux sur les crédits sont restés plafonnés afin d'éviter toute croissance non contrôlée des taux sur les crédits, ce qui risquait de porter atteinte aux investissements. Mais cette restriction était levée une année plus tard. Cette double libéralisation des taux n'a eu aucun effet sur la croissance des taux nominaux qui ont commencé à baisser progressivement à partir de cette date. Mais les taux réels sur les dépôts sont restés négatifs pendant trois ans. En Egypte, les taux d'intérêt bancaires étaient entièrement libéralisés en 1991. Cette libéralisation a été facilitée par l'importante baisse du taux d'inflation qui a généré des taux réels positifs<sup>76</sup>.

Au Maghreb la libéralisation des taux était plus lente. En Tunisie, la réforme des taux bancaires est entrée en vigueur le 2 janvier 1987 par la libéralisation des taux créditeurs<sup>77</sup>. La libéralisation des taux débiteurs s'est étalée sur plusieurs années. Elle a commencé en 1987 par une fluctuation dans une fourchette de 3 points par rapport au taux du marché monétaire<sup>78</sup>, ensuite en 1994 par la libéralisation des taux sur les activités non prioritaires et enfin en 1996 par la libéralisation des taux sur les activités prioritaires. Cette démarche très prudente dans la libéralisation des taux additionnée à un taux d'inflation en constante décélération a généré des taux réels positifs. Mais le contrôle des taux de base (taux du marché monétaire et le taux des prises de pension) par la Banque Centrale avait réduit les marges bancaires, ce qui a augmenté le coût du refinancement des crédits. Afin de compenser les pertes de crédits, les banques ont augmenté la part des commissions sur les opérations avec la clientèle. Ces commissions avaient atteint des taux de 34% dans certaines banques, (Brack, 1999).

---

<sup>76</sup> La libéralisation des taux en Egypte était rapide mais n'était pas totale puisque certains secteurs ont continué à bénéficier de taux préférentiels.

<sup>77</sup> Sauf pour les taux sur les dépôts d'épargne auprès des banques qui sont restés indexés sur l'évolution du taux du marché monétaire. De même, les taux d'intérêt servis sur les dépôts en dinars convertibles des personnes physiques tunisiennes résidentes à l'étranger ont été fixés à un minimum égal au taux moyen du marché monétaire diminué de deux points de pourcentage.

<sup>78</sup> Les taux débiteurs appliqués aux secteurs prioritaires à savoir l'agriculture, l'exportation et la petite et moyenne entreprise sont restés administrés par la Banque Centrale et n'ont été relevés qu'en juillet 1990 puis en janvier 1992 de 1 point de pourcentage pour chaque année.



Au Maroc, la libéralisation des taux d'intérêt bancaires a suivi une période transitoire d'environ 5 ans (du 1<sup>er</sup> juillet 1990 jusqu'au 15 février 1996). Elle a visé en premier lieu les taux créditeurs (1<sup>er</sup> juillet 1990) avant d'être étendue aux taux débiteurs à moyen terme (1<sup>er</sup> octobre 1990) et à court terme (1<sup>er</sup> janvier 1991). Durant cette période et afin d'éviter l'augmentation du niveau des taux débiteurs, les autorités monétaires avaient plafonné ces taux en établissant un taux de référence à partir duquel était fixé un taux plafond<sup>79</sup>. Celui-ci était égal au taux de référence augmenté d'un tiers.

Cette mesure de prudence n'a cependant pas évité la croissance des taux débiteurs qui ont atteint des niveaux très élevés en 1993<sup>80</sup>. C'est la raison pour laquelle les autorités monétaires ont remplacé, en mars 1994, le taux de référence par le taux de base bancaire (TBB)<sup>81</sup>, fixé à 9%, afin de rendre moins cher les opérations de crédit. Cette mesure a permis ainsi de fixer un plafond de 12% pour les crédits à court et moyen terme (TBB + 3points) et un plafond de 13% pour les crédits à long terme (TBB + 4 points). Mais cette politique, très prudente, de plafonnement des taux n'a ajouté aucune crédibilité aux réformes des taux puisque d'autres crédits ont continué à bénéficier de taux fixes faibles<sup>82</sup>. C'est pourquoi les autorités monétaires ont décidé en février 1996 d'instaurer une véritable politique de liberté des taux. Cette décision était accompagnée de l'obligation des banques d'afficher les taux de référence bancaires (TRB) qu'elles appliquent à leurs clients.

En Algérie, les taux sur les dépôts ont été libéralisés dès 1990. Mais les taux sur les crédits sont restés administrés bien que relevés à 20%. L'instabilité politique et le relâchement des réformes observé durant cette période ont conduit à la croissance du taux d'inflation qui a donné des taux réels négatifs. La reprise des réformes en 1994 a été caractérisée par la libéralisation partielle des taux sur les crédits qui ont fluctué dans une fourchette de 5 points. Cette mesure a été supprimée une année plus tard soit en décembre 1995. La réforme des taux a aussi concerné l'unification des taux de réescompte en 1992 et la suppression du plafonnement du taux du marché monétaire en avril 1994.

---

<sup>79</sup> La détermination du taux de référence était très variable. Elle a été d'abord trimestrielle (de janvier à juin 1991) sur la base des taux pondérés des adjudications des Bons de Trésor au cours du trimestre précédent, ensuite semestrielle (juin 1991 à mars 1992) sur la base des taux pondérés des dépôts à 6 et à 12 mois, puis mensuelle (de mars 1992 à avril 1994) sur la base des taux pondérés des dépôts à terme à 6 et à 12 du mois précédent.

<sup>80</sup> Les taux débiteurs avaient atteint 14,5% au second semestre 1991 et 15,8% au premier semestre 1993.

<sup>81</sup> Ce taux était défini comme étant le rapport entre les charges et les ressources des banques augmenté d'une marge minimale d'un demi-point.

Ainsi les réformes des taux au Maghreb ont suivi des démarches similaires dans la mesure où la libéralisation des taux débiteurs n'a été introduite que lorsque la réalisation de celle-ci semblait possible. C'est à dire lorsque le marché bancaire ne présentait plus aucun risque de croissance non contrôlée des crédits. Bien que la libéralisation des taux débiteurs ait été réalisée à la même année dans les trois pays soit en 1996, la période transitoire<sup>83</sup> a été plus ou moins longue. Elle a été de 9 ans en Tunisie, de 5 ans au Maroc et seulement de 3,5 ans en Algérie. Cette lenteur peut s'expliquer par l'importance de certains secteurs dans l'économie marocaine et tunisienne notamment le secteur agricole et le secteur de la petite et moyenne entreprise qui avaient besoin d'une période transitoire afin de s'adapter aux nouvelles règles de marché. Le cas de l'Algérie est plus particulier. En effet, ayant abandonné les premières réformes entreprises au début des années quatre-vingt-dix, la libéralisation des taux débiteurs en 1995 avaient pour but de montrer l'engagement sérieux que l'Algérie avait pris vis-à-vis des autorités de Bretton-Woods.

#### ***1.4 LE DESENCADREMENT DU CREDIT.***

Malgré les avantages de l'encadrement du crédit qui encourageaient les banques à avoir plus recours à leurs fonds propres et facilitaient à la politique monétaire le suivi de l'évolution de la masse monétaire (en limitant la progression des crédits dans des proportions déterminées), la politique de contrôle direct de crédit au MMA a eu des effets négatifs sur l'évolution de l'activité bancaire et a réduit l'efficacité des banques sur le plan de l'intermédiation. Il était donc nécessaire de mettre fin à ce système afin de permettre aux banques d'optimiser leur politique de crédit en fonction des besoins des entreprises.

En Algérie, le désencadrement du crédit a commencé quelques années avant les réformes lorsqu'en 1987, le Trésor Public n'était plus chargé de gérer les investissements directs des entreprises publiques. Le traitement préférentiel des crédits été supprimé en 1992 par l'unification du taux de réescompte de la Banque d'Algérie.

---

<sup>82</sup> Il s'agit des crédits aux jeunes promoteurs, crédits aux PME et crédits à l'exportation. Les taux de ces crédits variaient entre 9 et 11%.

<sup>83</sup> Nous entendons par période transitoire, la période entre la libéralisation des taux sur les dépôts et sur les crédits.

Par ailleurs, les banques ont acquis, depuis 1994, leur autonomie dans la gestion des crédits et ne sont plus obligées de détenir des bons de Trésor<sup>84</sup>.

Le désencadrement du crédit au Maroc n'a été initié en 1991. A cette date, la souscription obligatoire par les banques commerciales des titres d'investissements émis par les banques de développement a commencé à être abandonnée<sup>85</sup>. Est venu par la suite l'abandon de la détention obligatoire des bons de rétention applicables aux crédits à l'exportation (1994). Le traitement préférentiel au profit de certains secteurs a été progressivement réduit depuis 1991 malgré quelques réticences de la part de la Banque El-Maghrib. Il a été formellement abandonné en 1996<sup>86</sup>. Mais malgré ces efforts de réformes, les banques ont été obligées jusqu'en 1998 de détenir des bons de Trésor à des taux au-dessous du taux du marché. Ces bons ont représenté 20% du portefeuille des banques en 1996.

En Tunisie, le désencadrement du crédit a commencé dès le début des réformes par l'abolition depuis décembre 1987 des autorisations obligatoires et de l'accord de réescompte pour les crédits à court et à moyen terme. La bonification d'intérêt au profit de certains secteurs prioritaires a commencé à être allégée depuis 1990 et la détention obligatoire par les banques de bons de Trésor a été abandonnée en 1994. L'abandon des taux préférentiels n'a été effectif qu'en 1996. Cette décision a mis fin au réescompte et à l'obligation imposée aux banques de respecter le ratio d'emplois obligatoires<sup>87</sup>. Les effets inhérents aux crédits finançant ces activités sont devenus depuis cette date, éligibles à l'appel d'offre au sein du marché monétaire.

---

<sup>84</sup> Il faut noter toutefois que les banques continuent à détenir des montants importants en Bons de Trésor souscrits avant les réformes et que la Caisse Nationale d'Épargne et de Prévoyance (CNEP) continue à utiliser l'épargne des ménages dans le financement des ladites entreprises.

<sup>85</sup> Il s'agit de la Banque nationale pour le développement économique (BNDE) ; le Crédit immobilier et hôtelier (CIH) et la Caisse nationale de Crédit agricole (CNCA)

<sup>86</sup> Après la baisse des critères relatifs aux crédits à moyen terme réescomptables en faveur de la P.M.E et des jeunes promoteurs en juillet 1991, les autorités monétaires se sont trouvées obliger de les relever en juillet 1993 à leur niveau de 1989 suites aux pressions qu'elles ont subies en raison d'une conjoncture jugée particulièrement difficile. Actuellement, la Banque AL-Maghrib a décidé de maintenir les effets représentatifs des crédits à l'exportation et des PME et jeunes promoteurs comme garantie à hauteur de 50% des pensions allouées par elle sur le marché monétaire et de présenter les 50% qui restent sous forme de Bons de Trésor souscrits dans le cadre des adjudications.

<sup>87</sup> Ce ratio qui s'élevait depuis 1988 à 10% des dépôts bancaires était destiné à affecter une partie des ressources au financement des activités prioritaires notamment l'agriculture et l'exportation.

Le désencadrement du crédit était beaucoup moins effectif au Machrek. En Egypte, la suppression du plafonnement des crédits a été annoncée entre 1992 et 1993<sup>88</sup>. Mais en réalité cette suppression a été remplacée par un système de traitement préférentiel au profit des banques publiques et quelques secteurs prioritaires. De même, les restrictions administratives liées aux crédits tels que les demandes d'autorisation préalables ont été remplacées en 1990 par un nouveau système de plafonnement de crédits.

L'encadrement du crédit n'était pas une politique très répondue en Jordanie. La politique de crédit suivie par le gouvernement était plus une politique sélective au profit de certains secteurs notamment le secteur agricole et le secteur de l'export. Les réformes entreprises dans ce domaine ont tout simplement consisté à relever dès janvier 1995 les taux sur les crédits alloués à ces secteurs<sup>89</sup>. Par contre et afin de limiter l'expansion du crédit, la Banque Centrale a renforcé depuis septembre 1989 le système d'autorisation préalable pour les crédits qui dépassent le montant de 200 milles dinars jordaniens<sup>90</sup>.

### ***1.5 LA REFORME DES INSTRUMENTS DE LA POLITIQUE MONETAIRE.***

Le développement du marché monétaire était aussi un des objectifs des réformes financières entreprises au MMA. Celui-ci visait l'utilisation progressive d'instruments indirects de contrôle monétaire. Ces derniers ont été introduits pratiquement au même moment que la libéralisation des taux d'intérêt.

Au Maghreb, les réformes visaient la suppression des rigidités liées aux politiques monétaires qui ont caractérisé le système bancaire. Ainsi l'abandon des politiques de contrôle direct et de rationnement du crédit a été accompagné par la mise en place et/ou la redynamisation d'instruments de contrôle monétaires indirects tels que la réactivation de la réserve obligatoire en Tunisie (1990) et au Maroc (1996), (voir encadré 3) et son introduction en Algérie en 1994<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> Le plafonnement des crédits a été supprimé en 1992 pour le secteur privé et en 1993 pour le secteur public.

<sup>89</sup> Les taux d'intérêt ont été relevés de sorte à ce qu'ils soient inférieurs de 2 points par rapport au taux du réescompte pour les crédits agricoles et inférieurs de 1 point par rapport au taux du réescompte pour les crédits à l'exportation.

<sup>90</sup> Cette mesure avait pour objectif de limiter la distribution du crédit du secteur bancaire suite aux problèmes de faillite observés dans ce secteur et qui est à l'origine des réformes financière en Jordanie.

<sup>91</sup> Celle ci a été constituée de 3% de l'ensemble des dépôts en monnaie locale et rémunérée à 11,5%.

### **ENCADRE 3 : LA RESERVE OBLIGATOIRE AU MAROC ET EN TUNISIE.**

#### **LA RESERVE OBLIGATOIRE AU MAROC.**

La politique des RO existe au Maroc depuis février 1966. elle consistait à placer une partie des dépôts bancaires dans un compte non rémunéré auprès de l'Institut d'émission. Longtemps fixée à 4% du total de la variation des comptes créditeurs de chaque banque, la base de calcul de la RO a été revue en avril 1971 puis en septembre 1974 et a été déterminée par rapport au montant global des comptes créditeurs et non plus par rapport à leur variation. Le montant de la RO a été réduit à 0,5% en 1980 puis augmentée progressivement jusqu'à atteindre 25% en octobre 1992.

Aussi, et depuis janvier 1982, date d'entrée en vigueur du Règlement Comptable Bancaire, la RO fait l'objet d'une déclaration mensuelle auprès de la Banque AL-Maghrib. Les réformes de 1993 ont ramené la RO à 10% de la moyenne arithmétique des exigibilités à vue de leur clientèle<sup>92</sup>. Un autre assouplissement au profit de la gestion de trésorerie des banques a été introduit depuis 1996 et qui permet à celles-ci de constituer leur réserve sur une période d'un mois. Toutefois, toute fausse déclaration de la part des banques donne lieu à une pénalisation par la Banque AL-Maghrib au taux de 15% l'an calculé sur la différence entre les montants déclarés et les montants réels.

Il faut noter aussi que la Banque AL-Maghrib peut à tout moment réduire les assouplissements offerts en matière de trésorerie offerte aux banques et obliger celles-ci à maintenir en permanence auprès d'elle un montant de 10% de leurs exigibilités en monnaie locale. La Banque AL-Maghrib peut aussi augmenter le taux de la réserve jusqu'à hauteur de 25% et inclure les dépôts à terme dans le calcul de l'assiette de la réserve dans une proportion variant de 0 à 10%. Ce droit a été en effet utilisé en 1992 suites à une croissance rapide des crédits bancaires. En effet le taux de la réserve était passé de 15% en janvier 1991 à 25% en octobre 1992.

#### **LA RESERVE OBLIGATOIRE EN TUNISIE.**

La politique des réserves obligatoires a été instituée en Tunisie le 28 septembre 1964 et était calculée jusqu'au 31 décembre 1966 au taux de 10% sur les accroissements de l'ensemble des dépôts de fin du mois. En avril 1968, la réserve obligatoire était fixée à 10% des augmentations des dépôts inférieures ou égales à 1% et à 30% de toute augmentation des dépôts supérieurs à 1%. Depuis le 21 mai 1968, la réserve obligatoire était calculée sur le total des dépôts en fin du mois. Son taux a été fixé à 8%. A partir du 2 janvier 1975, la réserve obligatoire est calculée selon deux taux différentiels:

- 40% sur les dépôts en compte capital et d'attente des non-résidents.
- Les dépôts à vue et à terme d'une durée inférieure ou égale à un an dont les taux ont fait l'objet de modifications fréquentes en fonction de la situation de la trésorerie des banques.

A partir du 31 mars 1980 les comptes en devises appartenant à des non-résidents ont été déduits de l'assiette de la réserve obligatoire. Le taux appliqué à la nouvelle assiette a été modifié plusieurs fois pour être supprimé en mai 1982. La croissance monétaire observée au cours de 1988 et le début de 1989 a poussé les autorités monétaires à réactiver l'instrument de la réserve obligatoire. L'assiette de la réserve est calculée sur la base de 40% des dépôts en compte d'attente et de capital et 2% des autres dépôts à vue, à terme, les bons de caisse et autres produits financiers et les certificats de dépôts. Le montant de la réserve est déposé à la Banque Centrale sous forme de compte ordinaire dans lequel un solde quotidien moyen mensuel doit être maintenu. La période de constitution de la réserve pour un mois donné s'étend du 16<sup>ème</sup> jour du même mois au 15<sup>ème</sup> jour du mois suivant. L'insuffisance du montant requis oblige la banque à payer une pénalité décomptée sur la période de constitution de la réserve au taux moyen du marché monétaire de la même période majoré de 5 points de pourcentage. La réserve obligatoire a fait l'objet d'un nouveau réaménagement au début de 1990. Les banques doivent constituer, en plus des 2% de l'assiette, 100% de toute augmentation de cette même assiette par rapport à son niveau de décembre 1989 au-delà des limites fixées par la banque Centrale (limite fixée à 1,5% en mars en 1990 doit évoluer par paliers successifs de 0,5 points par mois durant le second semestre puis de 1 point entre juillet et novembre pour atteindre un taux cumulé de 9,4% en décembre 1990). 2 – Baisse des RO sur les dépôts en devise de 35% à 14%. Cette baisse avait pour objectif l'unification et la suppression des disparités entre les deux ratios. Les RO sur les dépôts en devises ne sont pas rémunérées. Le taux de la réserve a été réduit progressivement pour atteindre 10% en 2000

<sup>92</sup> A l'exception des dépôts en monnaie convertibles à vue et à terme et des certificats de dépôts dont la durée initiale est  $\geq$  à 3 mois.

Les autorités monétaires de ces pays ont aussi, commencé à revoir la gestion de la liquidité bancaire par la réorganisation et l'introduction de nouveaux instruments monétaires. Au Maroc, le Trésor public est devenu un acteur du marché monétaire dès 1983 en émettant des Bons de Trésor à 1 mois. Les souscriptions des titres publics étaient progressivement élargies pour inclure en 1996 tous les intervenants<sup>93</sup>.

En Algérie, l'intervention de la Banque Centrale sur le marché monétaire se faisait depuis la création de ce marché en 1990. Mais l'efficacité des opérations souffrait de la faiblesse des mécanismes de négociation occasionnés par le nombre restreint des intervenants (5 banques commerciales, une banque d'investissement et la Caisse d'Epargne). C'est la raison pour laquelle, la Banque Centrale a décidé en 1992 de décloisonner ce marché et de l'élargir aux investisseurs institutionnels<sup>94</sup>. C'est ainsi que le Trésor public a commencé, dès 1995 à émettre des titres sur ce marché sous forme d'adjudication en compte courant<sup>95</sup>. La Banque d'Algérie accordait initialement les refinancements à un taux unique (adjudication simple) mais elle s'est orientée en 1995 vers un mode d'adjudication à la Hollandaise<sup>96</sup>. A la fin de l'année 1996, les prise en pension et les adjudications ont représenté environ la moitié du volume total des refinancements en Algérie contre 1/10 en 1994, (Nashashib et al, 1998).

D'autres instruments ont aussi vu le jour à partir de 1987 tels que les billets de trésorerie<sup>97</sup> et les certificats de dépôts en Tunisie et au Maroc (1995). La Banque Centrale intervenait, désormais, dans la régulation du marché monétaire sous forme d'opérations d'open-market dans les trois pays<sup>98</sup>.

---

<sup>93</sup> Les souscriptions des Bons de Trésor étaient limitées au départ aux banques puis élargies progressivement aux établissements financiers, compagnies d'assurances et entreprises publiques et privées en 1988 puis à partir de mars 1995 aux personnes physiques et aux non-résidents et enfin à tous les intervenants y compris les intermédiaires financiers à partir de 1996.

<sup>94</sup> En janvier 2005, le marché monétaire comptait 37 intervenants.

<sup>95</sup> Les taux d'intérêt appliqués aux bons de Trésor sont de deux types : les taux d'intérêt précomptés pour les Bons de Trésor à court terme (BTC) et les taux calculés en prix pour les Bons de Trésor Assimilés (BTA) et Obligations Assimilées du Trésor (OAT). Le taux d'intérêt lors de la première émission des BTA en janvier 1996, était de 22,5% mais il a vite baissé à 17,5% reflétant la baisse de l'inflation.

<sup>96</sup> C'est à dire à un taux marginal décroissant. La Banque Centrale accordait alors les liquidités aux taux effectivement proposés par les banques

<sup>97</sup> Les billets de trésoreries en Tunisie sont émis par les entreprises érigées en société anonymes disposant d'un capital minimum libéré de 1 million de dinars. Le montant nominal des souscriptions doit être un multiple de 500 milles dinars et la durée de remboursement un multiple de 10 jours sans toutefois excéder 5 ans pour les certificats de dépôts et 180 jours pour les billets de trésorerie. Une année plus tard, quelques modifications ont été apportées aux conditions d'émission des billets de trésorerie. Ainsi le montant minimum nominal du billet a été baissé pour représenter un multiple de 100 milles dinars au lieu de 500 et la durée maximum de remboursement a été portée de 180 jours à 5 ans.

<sup>98</sup> Les opérations d'open-Market n'ont été introduites en Algérie qu'en décembre 1996. Au Maroc, les interventions de la Banque Centrale sont fondées sur les appels d'offres hebdomadaires, sur les pensions de 5 jours et exceptionnellement sur celles de 24 heures.

*Tableau 3 : Les nouveaux instruments de la politique monétaire.*

	Algérie	Tunisie	Maroc	Egypte	Jordanie
Réserves obligatoires	1994	1990*	1996*	1990 et 1993	1996*
Emission de titres publics	1995	Non	1983-1996	1991-1995	-
Billets de Trésorerie, certificats de dépôts	-	1987	1986 et 1994	-	1993
Open-Market.	1996	1990	1995	1995	-

Il s'agit d'une réactivation.

Source : Différents rapports de la Banque Centrale de chaque pays.

Le processus de réformes monétaires présentait quelques différences au Machrek. En Egypte, l'utilisation d'instruments de contrôle monétaire indirect était conditionnée par la situation du taux de change de la livre. L'évolution de la politique monétaire a consisté au départ (1991-1995) à émettre des bons de Trésor à 3 et 6 mois<sup>99</sup> afin d'absorber l'excès de liquidité sur le marché et stimuler la baisse des taux nominaux<sup>100</sup>. A partir de 1995, la Banque Centrale a commencé à utiliser d'autres instruments tels que l'autorisation aux banques d'ouvrir des comptes à terme rémunérés en monnaie locale et l'utilisation d'opérations de mise en pension sur le marché monétaire. Par ailleurs, et dans le cadre de la restructuration de la dette publique, la Banque Centrale a commencé à émettre depuis 1995 des obligations de Trésor à 5, 7 et 10 ans. Le taux de la réserve obligatoire n'a été ajusté qu'une seule fois. D'abord en 1990 pour les dépôts en monnaie locale où le taux a baissé de 30 à 15% ensuite en 1993 pour les dépôts en devises où le taux a été réduit de 15 à 10%<sup>101</sup>.

<sup>99</sup> L'émission de Bons de Trésor à 3 mois par adjudication hebdomadaire, a commencé en janvier 1991 sur le marché monétaire. Les Bons à 6 et 12 mois ont été émis une année plus tard.

<sup>100</sup> Cette situation était le résultat de la coordination entre la politique monétaire et budgétaire qui a permis la baisse des taux nominaux depuis 1992 et leur stabilisation à partir de 1996. Cette coordination apparaissait nécessaire afin d'absorber l'excès de liquidité suite à l'entrée massive de capitaux, résultat de la libéralisation des taux d'intérêt et des réformes du taux de change. La baisse des taux nominaux ne s'est, cependant, pas produite et un différentiel positif de taux a continué à exister entre la livre et le dollar provoquant d'autres entrées de capitaux et par conséquent d'autres émissions de Bons de Trésor. Le Volume des Bons de Trésor a atteint entre 1991 et 1992, 40 milliards de livres.

<sup>101</sup> Les réserves obligatoires n'étaient pas un instrument actif de la politique monétaire en Egypte car la croissance de la masse monétaire, selon les spécialistes locaux, était beaucoup plus rapide que le délai pris par l'ajustement du taux de la réserve (F.El-Refaie,,2001).

En Jordanie, l'introduction d'instruments de contrôle monétaire indirect a été très modeste. Elle a consisté tout simplement à utiliser des certificats de dépôts en dollars et en dinar jordanien en 1993<sup>102</sup>. Les efforts de la Jordanie en politique monétaire se sont surtout concentrés sur la technique de la réserve obligatoire et du réescompte dont les taux ont été ajustés plusieurs fois depuis le début des réformes (voir encadré 4). Afin de renforcer la politique des réserves obligatoires, qui sont restées non rémunérées, la Banque Centrale de la Jordanie a aussi autorisé les banques en juin 1992 à ouvrir des comptes à terme en monnaie locale pour 6 mois au taux de 4%.

*ENCADRE 4 : LES RESERVES OBLIGATOIRES EN JORDANIE.*

Les réserves obligatoires étaient un des principaux instruments de la politique monétaire avant les réformes. Ce ratio était imposé pour la première fois aux banques commerciales en 1967 sur la base de 7% de leurs dépôts. Il existait deux catégories de RO. Celles calculées sur la base des dépôts à vue et celles calculées sur la base des dépôts à terme. Ces deux ratios étaient ajustés selon les objectifs de la politique monétaire de la Banque Centrale ce qui les rendait très instables. En effet, de 13% sur les dépôts à vue et de 16% sur les dépôts à terme en 1980, ces taux ont baissé respectivement à 9% et 6% en 1984 afin de faire face au problème de récession vécu par la Jordanie en cette période. La période inflationniste qui a suivi a vu la croissance des réserves sur les dépôts à terme au taux de 9% en 1988.

Les réformes financières entreprises dès le début de 1990 ont fait augmenter le taux sur les réserves (afin de faire face aux pressions inflationnistes) qui ont atteint le taux de 15% sur les dépôts à terme et ont fait changer le calcul de l'assiette des RO en 1996 qui se calcule désormais selon la procédure suivante : Les banques doivent déposer quotidiennement à la Banque Centrale 80% du taux des réserves soit 14% qui seront bloqués pour une période maximale de un mois. Ces réserves ne sont pas rémunérées. Et afin de donner plus de flexibilité aux banques dans la gestion de leur liquidité, celles si pourront utiliser les 20% du taux des réserves qui restent.

## **2. LA REFORME DE L'ACTIVITE FINANCIERE DANS LES PAYS DU MMA.**

L'évolution de tout système économique et financier est souvent tributaire des orientations du gouvernement en matière de politique économique. L'évolution du système financier au MMA n'est pas sortie de cette règle. Toutes les évolutions par lesquelles ce système est passé traduisaient clairement l'idéologie de chaque pays en matière de politique économique qu'il a choisie. Les réformes financières entreprises par l'ensemble de ces pays ne sont qu'une autre preuve du changement de ces politiques. Ce paragraphe a pour objectif de montrer les effets de ces choix sur l'évolution du système bancaire avant de rappeler les principales réformes entreprises par ces pays dans le domaine de la restructuration et de la supervision bancaire.

<sup>102</sup> Les certificats de dépôts en dollars étaient de trois types : certificats pour 1an; 2ans et 3 ans. Les taux d'intérêts appliqués à ces certificats étaient respectivement de : Libid à 3 mois + 1/4% ; Libid à 3 mois + 3/8% et Libid à 3 mois+1/2%. Les souscriptions étaient d'un montant minimal de 100.000 dollars et ses multiples. Les certificats en monnaie locale étaient souscrits pour une valeur initiale de 100 dinars jordaniens pour une période allant de 3 à 6 mois. Les certificats en monnaie locale pour un an ont été introduits en 1997.



## **2.1 SITUATION DU SYSTEME BANCAIRE A LA VEILLE DES REFORMES.**

La situation du système bancaire au MMA à la veille des réformes présentait le résultat d'un long processus de gestion centralisée caractérisée par la dominance de l'Etat sur le système de gestion des crédits. La plupart des banques étaient ainsi de simples caisses ouvertes pour combler les besoins de financement des projets d'investissement de l'Etat. Même dans les pays où la dominance de l'Etat était relativement faible (Jordanie et Maroc), les banques n'avaient pas d'autres choix que de s'orienter vers le financement des investissements afin de bénéficier des avantages que la Banque Centrale offrait au refinancement de certains crédits. Toutefois, l'évolution des banques au MMA présentait certaines différences liées notamment à la structure de leur système.

En Egypte, les premiers pas dans l'évolution du système bancaire ont commencé depuis la mise en place de la politique d'ouverture « Infitah » entreprise à partir de la deuxième moitié des années soixante-dix, (voir encadré2). Parmi les résultats de cette politique, celui de l'élargissement du système bancaire par la création de banques mixtes (Joint-venture Banks) et l'ouverture de nouvelles branches pour les banques étrangères<sup>103</sup>. L'arrivée de ces nouvelles banques a permis d'élargir le système bancaire égyptien d'un système local centralisé en neuf banques publiques à un système constitué de 83 banques dont 74 banques privées<sup>104</sup>.

Mais malgré cet élargissement, la qualité des services du système bancaire était restée à la merci des autorités publiques. L'arrivée d'investisseurs étrangers n'a pas encouragé la concurrence car leur participation dans le capital des nouvelles banques était faible. La direction générale était restée aux mains des banques publiques qui étaient les principaux actionnaires. De plus, les entreprises publiques avaient l'autorisation de participer au conseil d'administration des banques publiques et privées ce qui leur permettait d'influencer les décisions de crédit.

---

<sup>103</sup> La loi 43 de 1974 relative aux investissements avait autorisé la création de ce type de banques sous la condition que la participation étrangère ne dépasse pas les 49% du capital et que l'activité des branches des banques étrangères se limite aux opérations en devise.

<sup>105</sup> Ces banques étaient réparties comme suit : 27 banques constituées par des capitaux publics et privés, 23 branches de banques étrangères et 24 banques mixtes constituées à la fois de capitaux égyptiens publics et privé et de capitaux étrangers.

<sup>104</sup> Parmi les 40 banques privées et mixtes qui étaient présente sur le marché bancaire égyptien en 1991, il n'est resté que 24 banques en 1996.

La politique de limitation de nouvelles branches adoptée par la Banque Centrale vers la fin des années 80 était restée en faveur des banques publiques qui obtenaient plus facilement des autorisations. Le résultat de cette politique était l'élargissement de ces banques à travers le territoire national ce qui leur a facilité la mobilisation de l'épargne. Ces traitements préférentiels dans la distribution des activités économiques ont démotivé les banques nationales et étrangères qui n'ont émis aucun effort dans l'innovation financière. Les nouvelles banques privées, bien placées dans les grandes villes, ont ainsi adopté des politiques de crédits restrictives favorisant les grands investisseurs privés locaux et parfois même leurs propres personnels et actionnaires.

Le résultat de la politique d'ouverture n'a finalement apporté aucune amélioration dans la gestion du système bancaire égyptien. Malgré l'apparition de nouvelles banques privées et étrangères, le système bancaire est resté dominé par les quatre banques publiques qui drainaient 90% du total des actifs. De plus la participation de ces banques dans le capital et la gestion des nouvelles banques privées a été la raison principale du manque de concurrence et d'innovation. Le début des années 90 a présenté un système bancaire étatique composé de 8 banques publiques (4 banques commerciales et 4 banques spécialisées) qui sont actionnaires dans 32 banques mixtes. Par ailleurs, le manque de règles de régulation bancaire additionné à une forte prise de risque par les banques a conduit à la faillite de deux banques locales en 1991<sup>105</sup>.

La situation du système bancaire jordanien était à l'opposée du système égyptien. La présence de banques publiques était quasi inexistante. Les banques commerciales privées étaient les principaux acteurs du paysage financier. Ces dernières exerçaient leurs activités, dans un système libéral mais fragmenté. En effet, chaque institution était gérée par une loi à part et par conséquent des traitements privilégiés pouvaient apparaître. La Banque de Crédit Agricole, la seule banque publique, avait longtemps bénéficié de subventions de la part de l'Etat et parfois même de l'annulation des certaines de ses dettes.

---

<sup>105</sup> Il s'agit de : "Bank of Credit and International Trade, (BCIT)" et de "Egyptian Bank of Trade and Credit, (EBTC)".

Le marché bancaire jordanien était caractérisé par la liberté d'action de ses acteurs dont les interventions ont présenté plusieurs anomalies. En effet, une part importante du financement à long terme était assuré par l'épargne à court terme ou par des ressources venant de l'étranger<sup>106</sup>. De même, il n'existait pas une réelle spécialisation des fonctions bancaires. Les banques d'investissement au nombre de deux exerçaient les mêmes activités que les banques commerciales car elles avaient la possibilité de drainer des dépôts et de les transformer en crédit. Leurs activités étaient celles des banques commerciales. Par conséquent nous pouvons dire que le marché bancaire jordanien était constitué, à la veille des réformes, de 17 banques commerciales et de 189 agences soit une agence pour 15000 personnes.

La forte concurrence bancaire comparée au volume de l'activité productive dans un petit pays comme la Jordanie n'était soumise à aucun contrôle. Il n'existait pas de règles de supervision bien établies. Les banques n'étaient pas soumises au contrôle de la Banque Centrale mais à celui du Ministère dont les secteurs étaient concernés par les crédits bancaires<sup>107</sup>. De plus, la réglementation bancaire relative aux provisions pour risque ne permettait pas de détecter les risques encourus par les crédits offerts. Les provisions étaient souvent retardées jusqu'à ce que la décision de crédit soit prise.

La position de change des banques locales était un autre symptôme d'anomalie. Jusqu'en 1987, le dinar jordanien était rattaché au dollar en terme nominal. Le déficit de la balance de paiement de la Jordanie à partir de cette date et la dépréciation de la monnaie de 21% en termes réels en 1988 était à l'origine de la création d'un marché parallèle de devise. Les banques locales participaient à des opérations de spéculation de taux entre le taux de change officiel et parallèle ce qui a causé la perte de la plus part de leurs actifs en devise.

---

<sup>106</sup>Trois méthodes de financements étaient utilisées : a) Pour les grandes institutions, les banques se regroupaient en syndicats et utilisaient des crédits à court terme afin de financer les projets. b) Les institutions spécialisées empruntaient des fonds de la banque centrale ou des institutions internationales. c) La banque d'habitat finançait ses projets par les dépôts à court terme. En cas de besoin, elle faisait appel à la banque centrale afin de subventionner ses crédits.

<sup>107</sup> La seule contrainte à laquelle les banques étaient soumises était celle de demander l'accord de la Banque Centrale pour tout crédit dépassant 500.000 dinars jordaniens.

#### **ENCADRE 5 : LE SYSTEME BANCAIRE JORDANIEN : APERÇU HISTORIQUE.**

Le système bancaire jordanien a commencé à voir le jour par la création de la Banque ottomane par la Grande Bretagne en 1925. Par la suite la Banque arabe ouvre un bureau de représentation en 1934. Ces deux banques à côté du conseil de la monnaie jordanien, étaient les seules institutions financières exerçant en Jordanie jusqu'en 1948. Suite à la guerre israélo-arabe de 1948, la Banque arabe devient jordanienne et monopolise ainsi toutes les transactions financières au niveau local et ce jusqu'en 1956, année de création de la banque Nationale Jordanienne suivie par la banque du Caire et d'Amman en 1960. L'élargissement progressif du système financier jordanien a créé la nécessité d'instituer une entité de contrôle monétaire. C'est ainsi que le conseil de la monnaie se transforme en Banque Centrale 1963.

Ce n'est qu'à partir de cette date que le système bancaire jordanien a commencé à avoir les caractéristiques d'un système financier. Plusieurs banques commerciales locales et étrangères se sont installées par la suite jusqu'en 1978 date à partir de laquelle, la Banque Centrale a décidé de fermer ses portes aux banques commerciales et d'accorder plus de facilités aux banques d'investissement pour s'installer en Jordanie. C'est ainsi qu'a été créée la banque de Jordanie et du Golf, Petra Bank et la Banque d'Investissement Arabe suivie par la Banque Islamique de Jordanie en 1978. Depuis sa création, la Banque Centrale a ainsi autorisé l'exercice de seize banques commerciales et deux banques d'investissement. A la veille des réformes en 1989, le système bancaire jordanien était constitué de 15 banques commerciales<sup>108</sup> et de deux banques d'investissements qui exerçaient leurs activités à travers tout le territoire grâce à 189 agences.

En ce qui concerne les institutions de crédit spécialisées, il n'en existait qu'une seule institution en Jordanie créée en 1959. Deux autres institutions ont obtenu le droit de s'installer en Jordanie par la suite en 1965. Ce sont la Banque de Développement Industriel et la Banque d'Habitat. Cette dernière a joué un grand rôle dans le financement de l'habitat en Jordanie grâce à ses 79 agences répertoriées à travers toutes les localités en 1989. Les sociétés financières et d'épargne immobilière ont été les dernières institutions à s'installer en Jordanie. A la veille des réformes on dénombrait 7 sociétés financières et 4 sociétés d'épargne immobilière. La plus part de ces institutions ont été créées vers le début des années quatre vingt (entre 1979 et 1984)<sup>109</sup>. Avant cette date, il n'existait qu'une seule institution d'épargne immobilière : la société RIVCO créée en 1966. La Banque centrale avait aussi autorisé depuis 1977 certaines banques étrangères à ouvrir des bureaux de représentation en Jordanie. Ils étaient en nombre de 10 en 1989.

Face à cette situation et afin de préserver le système bancaire du risque de faillite à la chaîne, la Banque Centrale a injecté dans le marché bancaire environ 500 millions de dollars soit 10% du PIB en 1989 sous forme de facilités de caisse afin de permettre aux banques d'honorer leurs engagements en devise. Cette injection de monnaie s'est reflétée dans la croissance de la masse monétaire (de 15% par rapport à 1988) et a créé ainsi de fortes tensions inflationnistes. Mais cette action de secours de la part de la Banque Centrale n'a pas empêché la faillite de trois grandes institutions bancaires<sup>110</sup> et l'apparition des prémices de difficultés financières de six autres. A la veille des réformes, le système bancaire jordanien était au bord de la faillite.

<sup>108</sup> Une banque étrangère a arrêté son activité financière en 1986.

<sup>109</sup> Avant cette date, il n'existait qu'une seule institution d'épargne immobilière : la société RIVCO créée en 1966.

<sup>110</sup> Ces banques sont : Petra Bank, Bank of Jordan and Syria et Bank of Jordan and Gulf.

Au Maghreb, malgré quelques caractéristiques communes du système bancaire des pays qui le constituent, l'évolution du marché bancaire était plus ou moins différente. Le système bancaire maghrébin variait d'un système totalement centralisé à un système diversifié dans lequel les pratiques des banques privées et off-shores étaient courantes malgré leur faible activité.

Au Maroc, le système bancaire, bien que dominé par l'Etat, était caractérisé par sa diversité. A côté des 15 banques commerciales (dont deux publiques) qui opéraient sur le marché à la veille des réformes, il existait plusieurs établissements et institutions spécialisés tels que les sociétés d'investissement<sup>111</sup>, les sociétés de leasing et les établissements de crédit à la consommation<sup>112</sup>. Les sociétés d'investissement avaient le monopole quasi-exclusif du crédit jusqu'en 1970 date à partir de laquelle la Banque Centrale avait décidé d'intégrer les banques commerciales dans le financement de l'investissement (dans un mouvement de décloisonnement du système financier). Les sociétés d'investissement se sont ainsi trouvées concurrencées par les banques commerciales auxquelles était confiée dès 1982 une part importante du financement de la PME et la PMI, le secteur des exportations, le tourisme et la grosse industrie. Un mouvement de désintermédiation avait commencé à apparaître aussi vers les années soixante-dix lorsque les banques, privées dans leur majorité, ont commencé à réagir aux décisions d'encadrement de crédit et des emplois obligatoires. Celles-ci avaient décidé d'octroyer des crédits à travers des sociétés filiales<sup>113</sup> qui échappaient encore à la loi de 1967 relative au système bancaire<sup>114</sup>.

La diversité des acteurs dans le système financier marocain n'était pas accompagnée de règles de gestion prudente. A la veille des réformes et malgré son développement, le système bancaire était encore régi par la loi de 1967 qui apparaissait dépassée et vieillie. Celle-ci ne prenant pas en compte le développement de la désintermédiation et l'apparition de nouveaux comportements bancaires, était

---

<sup>111</sup> Il s'agit de 5 institutions financières spécialisées : La Banque nationale pour le développement économique (BNDE) ; La Caisse centrale de Garantie (CDG) ; Le Crédit immobilier et Hôtelier (CIH) ; La Caisse nationale de crédit agricole (CNCA) et le Crédit populaire.

<sup>112</sup> Le leasing fut introduit au Maroc en 1965 par la société « Maroc leasing ». Il fut repris par d'autres sociétés, filiales de banques dans leur quasi-totalité. Il existait 4 sociétés de leasing à la veille des réformes de 1983. Le crédit à la consommation existe au Maroc depuis 1936.

<sup>113</sup> Il s'agit des sociétés de leasing et des établissements de crédits à la consommation.

<sup>114</sup> La loi bancaire de 1967 qui avait pour but d'exprimer la volonté de l'Etat d'assurer le contrôle de la distribution du crédit ne s'est intéressée qu'à l'activité des banques de dépôts et a oublié, comme la loi de 1943, les institutions spécialisées. Ces dernières sont restées régies par une réglementation spécifiques échappant ainsi à la législation bancaire.

considérée incomplète et présentait un vide juridique sur plusieurs niveaux. Une nouvelle réglementation était devenue indispensable en lumière des transformations économiques et sociales observées au Maroc en cette période et qui étaient caractérisées par un fort déséquilibre macro-économique.

A l'opposé du Maroc, le système bancaire algérien était entièrement centralisé et se caractérisait par son étroitesse et la spécialisation de ses banques. Celles-ci en nombre de cinq prenaient en charge le financement des investissements d'un même secteur. En effet, les entreprises avaient l'obligation de "concentrer leurs comptes bancaires et leurs opérations d'exploitation au niveau d'une seule Banque" (loi de finances pour 1971). La décision d'investir est prise en dehors de la banque. Celle-ci doit uniquement exécuter la décision de financement quelle que soit la solvabilité de l'entreprise ou la rentabilité du projet du moment que celui-ci a été accepté par l'administration centrale.

De ce fait, la banque n'avait aucune appréciation à apporter sur les prêts à accorder aux investissements autorisés par le Plan. L'appréciation du risque s'est transformée en simple gestion bureaucratique des procédures prescrites par la réglementation. Le rôle de la banque se limitait ainsi à celui d'une simple « caisse de distribution de fonds » bénéficiant, pour les prêts qu'elle accordait, de la garantie implicite de l'Etat. La seule liberté d'action des banques était celle liée à l'appréciation des risques du secteur privés. Le crédit au secteur privé était cependant, très marginal et n'a jamais dépassé 5% de l'ensemble des crédits accordés au cours des années 70 et 80.

Les conséquences directes à cette politique étaient la croissance des créances irrécouvrables dans le portefeuille des banques. Le Trésor intervenait périodiquement pour assainir la situation financière des entreprises publiques fortement déficitaires, dont les créances impayées affectaient négativement la trésorerie des banques. Des prêts de restructuration étaient offerts aux entreprises entraînant par la même des transferts de fonds vers les banques. Ces transferts devaient éponger une partie des découverts et permettre ainsi aux entreprises de redevenir bancables.

La croissance des déséquilibres financiers des entreprises et celui des banques a poussé les autorités à alléger la charge de ces dernières en leur accordant plus d'autonomie financière et ce par la promulgation d'une nouvelle loi bancaire en 1986. Le Trésor s'est désengagé progressivement du processus de financement des investissements des entreprises publiques et la Banque Centrale a retrouvé une partie de son autorité dans la conduite de la politique monétaire. Cette loi a consacré aussi le concept de banques universelles qui donne le droit aux banques de dépôts de procéder aux opérations financières qui étaient une exclusivité des établissements de crédits spécialisés. Mais l'héritage de vingt années de procédures centralisées additionné à une conjoncture économique en décroissance n'a eu aucune conséquence sur la trésorerie des banques malgré la promulgation d'une nouvelle loi sur la monnaie et le crédit en 1990. Au contraire la situation financière des banques a continué à se dégrader entraînée par celle des entreprises publiques qui restaient ses principaux clients. A la veille des réformes le portefeuille des banques présentait un montant de crédits insolubles de 275 milliards de dinars, soit 23% du produit pour l'année 1992 uniquement<sup>115</sup>, (Nashashbi et al,1998).

En Tunisie, la structure du système bancaire à la veille des réformes, présentait les caractéristiques d'un système dense et cloisonné dans lequel la concentration bancaire était prépondérante. En effet, malgré le nombre relativement élevé d'institutions financières<sup>116</sup>, la concurrence était quasiment inexistante. Le système bancaire tunisien restait sous le contrôle de la Banque Centrale qui assurait ses besoins de refinancement. La présence des participations étatiques dans le capital des banques mixtes permettait au gouvernement d'orienter les décisions de ces dernières vers la réalisation des objectifs du plan de développement. Par ailleurs, la concentration bancaire n'était pas un processus de transformation propre de l'activité bancaire comme il est souvent le cas dans les pays industrialisés. La concentration était plutôt le résultat d'un choix politique né de la nécessité d'orienter le pays vers le développement de secteurs stratégiques et ce par la constitution de grandes banques capables de faire face aux besoins financiers de l'investissement.

---

<sup>115</sup> Selon les estimations du FMI, le montant des crédits non productifs accumulés durant les années socialistes est comparable à la valeur totale du produit d'une seule année.

<sup>116</sup> A la veille des réformes (1985), le système bancaire tunisien était constitué de 28 banques : 12 banques de dépôts (dont 2 étatiques et 2 mixtes) ; 8 banques de développement dont 1 sous contrôle étranger et 8 banques off-shore. Le système bancaire était constitué que de 18 banques en 1980.

De surcroît, le système bancaire tunisien apparaissait comme un système cloisonné dans lequel la mobilisation de l'épargne présentait une immense inégalité entre les institutions. Certaines catégories d'institutions avaient le monopole de fait dans la collecte des ressources de l'Epargne telle que la Banque d'Habitat qui avait l'exclusivité en matière d'épargne logement. Le cloisonnement apparaissait aussi en matière de distribution du crédit. Le crédit à court terme qui représentait en cette période les deux tiers du total des crédits distribués, restait sous la dominance des banques de dépôts. Les banques d'investissement finançaient les crédits longs alors que les banques off-shores s'occupaient des entreprises non-résidentes. De plus, le cloisonnement du crédit était double : les banques d'investissement tuniso-arabes<sup>117</sup> étaient spécialisées dans les crédits longs mais au-delà d'un certain montant. Le financement de la petite et moyenne entreprise était relégué à la Banque de Développement Economique de Tunisie (BDET) et aux banques de dépôts. Certaines banques d'investissement étaient aussi, confinées dans des secteurs spécifiques comme était le cas de la Banque Nationale de Développement Touristique (BNDT) qui était spécialisée dans le tourisme. Enfin, le système bancaire tunisien était caractérisé par la prédominance des placements liquides (billets de banques, dépôts à vue et à terme) au niveau des banques de dépôts qui pouvaient ainsi financer les crédits à l'économie. Ces financements étaient soutenus par le refinancement de la Banque Centrale. Les crédits à l'économie accordés par le système bancaire avant les réformes (1980-1986) ont dépassé de 35% en moyenne les dépôts collectés.

Toutes ces caractéristiques ont donné un système bancaire très étroit dont l'intermédiation est restée limitée dans les activités classiques. Aucune innovation n'a été observée en cette période malgré la diversification du système bancaire. Il est peut être significatif d'observer que les banques tunisiennes n'ont pas développé par exemple des activités de conseil financier ou de gestion des fonds. Ces faiblesses structurelles et organisationnelles ont montré la vulnérabilité du système bancaire tunisien suite à la crise économique des années quatre-vingt. Les réformes entreprises par les autorités depuis 1986 ont visé, entre autres, la redynamisation de ce secteur.

---

<sup>117</sup> Plusieurs banques d'investissement tuniso-arabes ont vu le jour entre 1981 et 1984. Cette coopération financière visait la mobilisation des ressources financières des pays pétroliers arabes. Ainsi ont été créés 6 banques mixtes en l'espace de 3 ans avec des participations dans des proportions égales dans le capital des banques.



## **2.2 LA RESTRUCTURATION DU SYSTEME BANCAIRE .**

Les opérations de restructuration bancaire au Machrek ont concerné à la fois la Jordanie et l’Egypte dont le système bancaire était en souffrance. Dès le début des réformes, la Jordanie a procédé à une série de liquidation qui a concerné 3 banques locales<sup>118</sup>. Une année avant, plusieurs opérations de restructuration étaient déjà amorcées. Ces opérations ont concerné la fusion entre plusieurs institutions et des augmentations de capital<sup>119</sup>. Le programme de restructuration bancaire a été réalisé en un temps record puisqu’il n’a duré que 3 ans.

La Jordanie a lancé aussi une politique de soutien aux banques en les encourageant à augmenter leur capital libéré à 5 millions de dinars jordaniens au départ et 10 millions de dinars par la suite. Le paysage bancaire jordanien a été ainsi transformé pour donner au bout de trois années de restructuration un système bancaire composé de 13 banques commerciales dont 5 étrangères, 5 banques d’investissement et 1 banque islamique<sup>120</sup>.

L’Egypte était aussi concernée, depuis 1992, par les opérations de liquidation et de fusion<sup>121</sup>. Ces opérations étaient cependant plus lentes puisqu’elles ont duré plusieurs années<sup>122</sup>. Mais la restructuration bancaire en Egypte, était caractérisée surtout par l’immense projet de privatisation du système bancaire. Celui-ci a visé essentiellement, la privatisation d’une banque publique et 23 banques off-shores. Pour faciliter ces opérations, des mesures progressives ont été engagées. L’Etat a en effet, obligé les 4 banques publiques à baisser leurs participations dans les banques off-shores à moins de 51% du capital en 1994 et à 20% au plus en 1996. Par la suite, la loi 97 de 1996 qui visait l’amélioration de la compétitivité au sein du secteur bancaire, a autorisé les banques étrangères qui possédaient plus de 49% du capital de leur banque à participer au capital des banques off-shores.

---

<sup>118</sup> Il s’agit d’Al-Batra Bank qui a été liquidé le 15 juillet 1990; « Syrian Jordan Bank », liquidée le 11 mai 1991 après le transfert des ses avoirs à la « Golf Jordan Bank » et les agences de la « Jordan Credit Bank » dont les avoirs ont été vendus à la Banque des Affaires le 16 octobre 1991.

<sup>119</sup> Les fusions ont concerné notamment des sociétés d’investissements dont certaines ont été transformées en banques d’investissement.

<sup>120</sup> Le système bancaire jordanien n’a pas beaucoup changé en 2004 puisque seulement une seule banque commerciale privée a été créée en 1996 et une autre banque islamique en 1997.

<sup>121</sup> En 1992, 14 branches de National Bank of Development ont fusionné avec l’agence principale au Caire afin de consolider la position financière de leur banque. A la même année, la Bank of Trade and Credit of Egypt a fusionné avec Misr Bank suite à la faillite de Bank of Trade and International Credit (BTIC).

Mais l'application de ces opérations de privatisation n'a été effective qu'au début de 1996 lorsque la *National Bank of Egypt (NBE)* a vendu ses actions à la *Bank of International Trade (BIT)*<sup>123</sup>. Cette privatisation a été suivie par la privatisation de plusieurs autres banques<sup>124</sup>. Les opérations de privatisation ont pris plusieurs formes : des ventes à la bourse des valeurs (opérations publiques de vente) sous forme de combinaisons de titres aux résidents et aux non-résidents, l'augmentation de la capitalisation de ces banques par l'augmentation des apports des actionnaires privés et des placements privés par des investisseurs locaux et étrangers.

La privatisation des banques mixtes reste cependant, incomplète car seulement une banque publique a respecté la réduction de son capital à 20%. Les trois autres banques n'ont fait que réduire leur participation à moins de 51% et elles n'ont engagé aucune autre mesure de réduction de leur participation. De plus, plusieurs banques publiques participent au capital d'une seule banque off-shore de sorte que la baisse dans la participation au capital de cette banque n'implique pas nécessairement sa privatisation. C'est le cas notamment de la banque islamique d'investissement et de développement dans laquelle les quatre banques publiques partagent 80% du capital.

En outre, la privatisation de la banque publique annoncée au début des réformes n'a pas encore eu lieu et aucune annonce n'a été faite au sujet du choix de la banque à privatiser. Ce silence peut s'expliquer par la forte connaissance des décideurs de la faible performance des banques publiques qui ne les rend pas encore prêtes à affronter un marché constitué par des banques plus performantes qu'elles.

Au Maghreb, la restructuration bancaire ne présentait pas une réelle urgence comme était le cas en Jordanie et en Egypte. Malgré une situation financière défailante, aucune menace de faillite ne caractérisait le système bancaire dans cette région en raison notamment de la garantie de l'Etat. C'est la raison pour laquelle, la restructuration était encore plus lente et ne se faisait qu'au cas par cas.

---

<sup>122</sup> La dernière opération de fusion était celle de deux banques publiques : Il s'agit de la Banque Nationale Immobilière et la Banque Arabe Immobilière qui ont fusionné en 1999.

<sup>123</sup> La *BIT* était la propriété de la *NBE*. Sa privatisation s'est produite en trois phases. La première phase en 1992 était la réduction de la part de la *NBE* dans le capital de la *BIT* à 69,9%. La 2<sup>ème</sup> phase en 1993 a consisté à vendre la valeur de 1,5 millions d'actions au public réduisant la part de la *NBE* à 43% et la troisième phase s'est caractérisée par la vente des 50% des actions restantes à la bourse de Londres sous forme de *Global Depositary Receipts (GDRs)*

<sup>124</sup> Il s'agit d'*American Bank of Egypt* et la cession d'une partie du capital de plusieurs banques off-shores.

La Tunisie montre un réel exemple dans ce sens puisque les réformes bancaires dans ce pays continuent à être appliquées à nos jours. Dès 1988, un programme de fusion de la Banque de Développement Agricole (BNDA) par la Banque Nationale de Tunisie (BNT) a été mis en œuvre. Ce projet visait l'amélioration des interventions des banques étatiques en matière de financement du secteur agricole. L'idée principale de ce projet venait de l'importance du réseau d'agences de la BNT qui permettait à cette banque d'être à proximité de l'exploitation agricole.

Un autre programme de fusion entre banques commerciales et banques de développement a été institué en 1997<sup>125</sup>. Ce programme qui concernait au départ plusieurs banques n'a été réalisé qu'en partie puisqu'en décembre 2000, une seule fusion a été réellement réalisée<sup>126</sup>. La restructuration par liquidation n'a concerné qu'une seule banque. Celle-ci avait pour but la transformation d'une banque d'investissement mixte en banque universelle. Ce projet a été réalisé en octobre 2001<sup>127</sup>.

Des opérations d'assainissement ont aussi concerné le secteur bancaire à partir de 1999. Par ces opérations, l'Etat s'est engagé à rééchelonner les créances détenues par les banques sur les entreprises publiques et coopératives agricoles. Le montant du rééchelonnement a concerné une somme de 720 millions de dinars sur une période de 25 ans<sup>128</sup>. L'Etat a aussi abandonné les créances sur les entreprises en difficultés et supprimé les créances irrécouvrables des bilans des banques<sup>129</sup>. Quant aux opérations de privatisation, celles-ci n'ont été enclenchées qu'en 1997 par la privatisation d'une banque commerciale (la Banque du Sud). Plusieurs négociations ont été entamées depuis avec des partenaires étrangers pour de futures privatisations. Ces négociations ont abouti en mars 2001 par la décision de l'Etat tunisien de céder en bloc sa participation dans le capital de l'Union Internationale des Banques (UIB). La procédure de privatisation a été finalisée en novembre 2002<sup>130</sup>.

---

<sup>125</sup> Il s'agit de l'Union International de Banques (UIB) et la Banque de Tunisie et des Emirats d'Investissement (BTEI) ainsi que la Société tunisienne de Banque (STB), la Banque de Développement Economique de Tunisie (BDET) et la Banque Nationale de Développement touristique (BNDT)

<sup>126</sup> Il s'agit de l'absorption de la Banque de Développement Economique de Tunisie (BDET) et la Banque Nationale de Développement touristique (BNDT) par la Société Tunisienne de Banques (STB). La STB devient ainsi par sa taille la première banque de la place et la 4<sup>ème</sup> banque en Afrique avec un capital de 124,3 millions de dinars tunisiens.

<sup>127</sup> Il s'agit de la Banque de coopération du Maghreb arabe (BCMA)

<sup>128</sup> Ce rééchelonnement concerne les créances impayées et celle non encore échues à la date du 31 décembre 1997.

<sup>129</sup> Cet abandon est prévu par la loi n° 95-34 du 17 avril 1995 qui souligne que ces créances sont intégralement déductibles du bénéfice des banques.

<sup>130</sup> L'opération de privatisation a été finalisée au profit d'une banque française : « La Société Générale ». L'Etat tunisien cède ainsi 52% du capital de l'UIB évalué à un montant de 102,7 millions de dinars.

Au Maroc, la restructuration bancaire a été initiée dès le début des réformes par la décision de réduire les participations de l'Etat dans deux banques d'investissement et deux banques commerciales (de 60 à 20%)<sup>131</sup>. Mais la privatisation n'a concerné que la Banque Marocaine du Commerce Extérieur (BMCE) qui a été privatisée en 1995. En ce qui concerne les banques d'investissement, l'Etat a préféré procéder à une politique d'assainissement préalable afin de mieux préparer ces banques dont les comptes financiers restaient en souffrances. Cette politique ne donnant pas des résultats satisfaisants, l'Etat décide en 2003 de fusionner les deux banques. La seule opération d'assainissement entamé en 1999 et qui semble donner ses fruits est celle de la Caisse Nationale du Crédit Agricole (CNCA) dont les résultats d'exploitation ont quadruplé en l'espace de 4 ans. D'autres projets de privatisation sont entrés en vigueur depuis 2001 comme celui de la Banque Centrale Populaire (BCP).

Des opérations de fusion ont aussi marqué le paysage bancaire marocain comme celui de la Wafabank et du Crédit du Maroc (filiale du Crédit Lyonnais) en 1999. Cette opération a été suivie par une autre fusion en novembre 2003 par le rachat de la Banque Commerciale du Maroc (BCM) de 36,4% du capital de la Wafabank<sup>132</sup>. Cette deuxième fusion a permis à la BCM de devenir une des principales banques au Maroc à côté de la BCP<sup>133</sup>. La restructuration bancaire au Maroc semble continuer puisque d'autres projets de fusion sont encore en cours comme celui de la fusion entre deux banques commerciales, une publique et une privée. Mais jusqu'à la rédaction de ce chapitre, le choix de ces deux banques n'a pas été décidé.

---

<sup>131</sup> Il s'agit de la Banque nationale pour le développement économique (BNDE) et le Crédit immobilier et hôtelier (CIH).

<sup>132</sup> Il est intéressant de souligner que la BCM est rattachée à l'Omnium Nord-Africain (ONA), premier groupe privé du royaume qui est contrôlé par la famille royale. L'acquisition du groupe Wafabank a été orchestrée par la SIGER une Société holding chargée de la gestion des biens de la famille royale et dont dépend la BMC. L'accord a été conclu pour un peu plus de 2 milliards de dirhams (environ 190 millions d'euros). Selon les analystes locaux cette fusion est assimilée à une forme de nationalisation décidée dans l'entourage du roi en raison de l'échec du privé. Cette stratégie est considérée comme dangereuse pour la monarchie dans la mesure où devenant le premier banquier du pays, la monarchie devient en première ligne et ne pourra plus s'abriter derrière quelques fusibles pour expliquer l'échec du développement.

<sup>133</sup> La BCM est également candidate pour l'achat de 33,5 % de la Banque du Sud, sixième banque tunisienne en cours de privatisation. Le but est de créer une grande banque maghrébine capable de rivaliser avec les grands groupes occidentaux.

*Tableau 3 : Les différentes méthodes de restructuration bancaires au MMA.*

	<i>Algérie</i>	<i>Tunisie</i>	<i>Maroc</i>	<i>Egypte</i>	<i>Jordanie</i>
Liquidation	2003	2001	Non	1991	1990-1991
Privatisation	Non	2001	1995	1994-1996	Non
Fusion	Non	1988-2003	1999-2003	1992	1989
Recapitalisation	1996 et 1997	Non	Non	Oui	1991
Nouvelles banques.	1998	Non	1992	Non	1996 et 1997

A côté de ces opérations, des licences ont été offertes pour l'ouverture de nouveaux établissements bancaires depuis l'instauration de la loi n°58-90 relative aux places financières offshore. Cette loi promulguée en février 1992 a permis l'installation de 3 banques offshore dans la région de Tanger. Le système bancaire marocain compte actuellement 14 banques commerciales privées, 5 banques spécialisées et 3 banques offshore.

Quant à l'Algérie, la question de la restructuration bancaire reste encore en discussion en raison du retard qu'a accumulé ce pays dans la mise en place des réformes. Des négociations sont encore en cours sur la nécessité de privatiser les banques publiques compte tenu de leur persistante défaillance financière. Les discussions ont permis de choisir la Banque de Développement Local (BDL) comme première banque à privatiser en raison de l'assainissement de ses créances et du caractère régional de ses activités<sup>134</sup>. Mais jusqu'à nos jours la privatisation de la BDL n'a pas encore eu lieu.

Par ailleurs des projets d'assainissement des quatre banques publiques sont entrés en vigueur à partir de 1992. Ces opérations ont exigé de l'Etat des transferts budgétaires très importants. A titre d'exemple, l'Etat a pris en charge entre 1992 et 1993, 275 milliards de dinars de créances improductives sur les entreprises publiques en échange d'obligations d'Etat. D'autres obligations ont été émises entre 1996 et 1997 par le Trésor pour un montant de 33 milliards de dinars afin de recapitaliser quatre banques publiques et la Caisse d'épargne. En outre, les banques commerciales ont reçu entre

<sup>134</sup> Cet assainissement s'est fait dans sa majeure partie par la liquidation des entreprises locales financièrement non viables ou par la privatisation d'une grande partie des entreprises viables.

1991 et 1996, 217 milliards de dinars en espèces, dont 80% pour compenser les pertes de change sur emprunts extérieurs. Enfin, en 1997, l'Etat a converti 187 milliards de dinars de créances improductives en bons du Trésor. Ces créances constituaient 24% de l'encours du crédit à l'économie pour l'année 1996.

Enfin et afin d'ouvrir le système bancaire à la concurrence privé et étrangère, le législateur a accordé des autorisations de constitution à neuf nouvelles banques. C'est ainsi que le paysage bancaire algérien s'est doté de trois établissements à capitaux étrangers<sup>135</sup>, deux établissements mixtes<sup>136</sup> et quatre établissements privés nationaux<sup>137</sup>. Le système bancaire algérien s'est ainsi élargi pour présenter en décembre 2004, 7 banques publiques dont une banque de développement, douze banques privées, cinq établissements financiers (dont deux publics) et deux sociétés de leasing. Mais la lenteur dans l'application des nouvelles règles prudentielles a conduit à la faillite de deux de ces banques en 2003 en raison notamment de leurs opérations frauduleuses<sup>138</sup>.

### **2.3 LES REGLES DE REGULATION ET DE SUPERVISION BANCAIRE.**

L'application de règles prudentielles n'a pas été difficile au MMA où des banques mixtes à capital étranger exerçaient sur le territoire et se conformait aux normes bancaires internationales. Les dysfonctionnements du système bancaire de ces pays n'était pas lié à l'inexistence de ces règles mais plutôt à leur négligence de la part des banques. La défaillance des banques a mis en lumière l'importance de ces règles et la nécessité de les respecter. De nouvelles mesures ont ainsi concerné la solvabilité, la liquidité bancaire, les provisions des actifs, l'assurance des dépôts et l'audit.

#### **2.3.1 LES NORMES DE SOLVABILITE BANCAIRE.**

La mise en place du ratio de solvabilité a été introduit dès le début des réformes dans tous les pays du MMA<sup>139</sup>. Mais son application a été différente. En Egypte, ce ratio a été fixé en 1990 à 6% puis à 8% en 1991. Cette croissance progressive avait pour but d'habituer les banques à avoir un comportement prudent en terme de solvabilité

---

<sup>135</sup> Il s'agit de trois banques : l'Arab Banking Corporation, la Citibank et la Société Générale.

<sup>136</sup> Une banque : El- Baraka Bank et un établissement financier : l'Algerian International Bank.

<sup>137</sup> Deux banques : El-Khalifa Bank, la Banque du Commerce et de l'Industrie d'Algérie et deux établissements financiers : l'Union Bank et la Mouna Bank.

<sup>138</sup> Il s'agit de la Banque Commerciale et Industrielle d'Algérie (BCIA) créée en juin 1997 et mise en liquidation en août 2003 et la banque El-Khalifa créée en juillet 1998 et mise en faillite en juin 2003.

compte tenu de leurs résultats d'exploitation. Ce ratio a été augmenté par la suite à 10% en 1996 afin d'assurer une meilleure gestion d'actifs bancaires et améliorer ainsi la stabilité du système financier.

Le comportement des autorités jordanienues vis-à-vis de ce ratio était plus strict compte tenu des problèmes de solvabilité et de faillite de ses banques au début des réformes. Une fois les opérations d'assainissement bancaire achevées, la Jordanie a appliqué ce ratio à toutes ses banques au taux de 8% en 1992. Mais afin de se préserver de tout risque d'insolvabilité, les autorités monétaires ont forcé les banques commerciales à augmenter encore ce taux à 10% puis à 12% en 1996 et 1997<sup>140</sup> faisant de ce taux la principale mesure de régulation bancaire au sein du système<sup>141</sup>.

Contrairement au Machrek, certaines banques du Maghreb étaient plus habituées aux mesures de contrôle de solvabilité. En Tunisie par exemple, le ratio de solvabilité était déjà appliqué avant les réformes. Celui-ci était fixé à 5% du montant des fonds propres nets mais il n'était applicable qu'aux banques résidentes. En 1986, la Banque Centrale a élargi le champ d'application de ce ratio aux banques non-résidentes afin de préserver leur solvabilité et leur liquidité. Ce ratio n'a été relevé qu'au 31 décembre 1999 aux normes internationales et son application a été généralisée à l'ensemble des établissements financiers.

L'application de ce ratio est cependant très disparate entre les banques locales. L'écart de taux était de 5 points en 2000 entre la banque dont le ratio est le plus élevé (Société Tunisienne de Banque : 11, 92%) et la banque dont le ratio est le plus faible (Banque de l'Habitat : 6,29%). Un contrôle de la Banque Centrale est de ce fait nécessaire afin de s'assurer de la conformité des banques à cette nouvelle norme.

---

<sup>139</sup> Ce ratio est obtenu par le rapport entre les fonds propres et les risques pondérés.

<sup>140</sup> Jusqu'à la rédaction de ce chapitre, ce taux était fixé à 16,59% pour les banques commerciales et à 16,47% pour les banques d'investissement.

<sup>141</sup> La banque Centrale avait obligé les banques à se conformer immédiatement aux nouvelles augmentations de ce ratio sous peines de pénalités. Parmi les pénalités imposées par la Banque Centrale, nous pouvons citer celles de la suppression de toutes les agences sur le territoire nationale et à l'étranger à toute banque qui ne s'ajuste pas au ratio de solvabilité dans les délais prescrits. La Banque Centrale avait toutefois accordé un délai d'un an aux petites banques.

Au Maroc, le ratio de solvabilité était appliqué depuis 1985. Celui-ci était calculé par le rapport minimal entre la situation nette des banques et leurs dépôts. Cette méthode de calcul obligeait les banques à augmenter leurs capitaux propres en fonction de la croissance du volume des dépôts. Mais l'application de ce taux, fixé à 5,5%, était restée non conforme aux normes internationales jusqu'en décembre 1992. En janvier 1993<sup>142</sup> le Maroc s'est aligné aux directives du comité de Bâle. Le ratio a été porté à 8% et calculé par le rapport entre les fonds propres et les risques pondérés de crédits. Mais l'application de ce ratio n'a été généralisée qu'en 1997. Quant à l'Algérie, l'application de ce ratio n'est entrée en vigueur qu'en 1996. Son application a été progressive. Il a été fixé au départ à 4% puis à 8% en 1999. Mais la conformité des banques à ce ratio n'a été effective qu'en 2002.

### **2.3.2 LE RESPECT DES NORMES DE LIQUIDITE BANCAIRE.**

Le ratio de liquidité n'a été introduit au Machrek qu'au début des réformes. En Egypte (1990), ce ratio, appliqué à toutes les banques, a été fixé à 20% pour la monnaie locale et à 25% pour les devises<sup>143</sup>. Deux ans après, la Jordanie, a fixé ce ratio à 30% des dépôts à vue et à terme et des comptes d'épargne<sup>144</sup>. Toujours plus ferme par rapport aux autres pays, la Jordanie a instauré des sanctions pour tout comportement non conforme à cette règle<sup>145</sup>. A partir de 1996, le ratio de liquidité a été augmenté dans une proportion variant entre 50% et 60% de la somme des dépôts mais un accord interbancaire a permis de réduire ce ratio à 53,1%.

L'application du ratio de liquidité était très différente au Maghreb. Alors que ce ratio existait déjà au Maroc depuis juin 1982 et fixé à 60%, il n'a été institué en Tunisie qu'en février 2001. Ce ratio est calculé dans les deux pays par le rapport entre l'actif réalisable pondéré et le passif exigible pondéré selon le degré d'exigibilité.

---

<sup>142</sup> Avant la mise en place du « ratio cooke » par le comité de Bâle en 1988, seuls six pays de la CEE disposaient d'un ratio de solvabilité fondé sur les actifs risqués pondérés. Ces pays sont : La France, la Belgique, l'Espagne, le Luxembourg, les Pays-Bas et la Grande Bretagne.

<sup>143</sup> Une partie de cette monnaie doit être détenue sous forme de titres publics.

<sup>144</sup> Un ratio similaire crédit/ dépôts de 70% était appliqué en 1979 suites à une politique restrictive qui avait pour but de réduire les crédits au secteur privé. Cette politique était le résultat d'une croissance massive de 40% de la masse monétaire une année auparavant.

<sup>145</sup> Toute banque qui ne respecte pas ce ratio paiera une amende journalière égale à 1/3650 du montant du dépassement. Dans ce cas le ratio de liquidité sera calculé sur une base journalière.



### **2.3.3 LA CLASSIFICATION DES ACTIFS ET LES PROVISIONS .**

Les règles de provisions bancaires ont commencé à être appliquées au début des années quatre-vingt-dix dans tous les pays du MMA. Or le Maroc et la Tunisie sont les deux pays du groupe à avoir entamé les réformes dès la moitié des années quatre-vingt d'où la question sur le retard accumulé par ces deux pays dans la constitution de ces règles compte tenue de l'importance des créances douteuses dans le portefeuille de leurs banques.

En Egypte, il n'existait aucune norme standard relative à la classification des crédits avant les réformes. Cet oubli volontaire était lié à la politique préférentielle de l'Etat qui offrait des crédits à des entreprises publiques endettées et parfois même insolubles. Les réformes financières de 1991 ont exprimé en partie la détermination du législateur à mettre fin à ce type de pratique et ce par la classification des crédits dès le mois de septembre de la même année. Les créances ont ainsi été classées en trois catégories selon leur délai de paiement : créances standards, douteuses et compromises<sup>146</sup>. Le même traitement a été appliqué en Jordanie pour la classification des créances à la seule différence qu'il existe une catégorie supplémentaire qui est la créance recouvrable dont la provision est de 1 à 2% du total du crédit ce qui est considéré comme très restrictif par rapport aux normes internationales<sup>147</sup>.

Le respect de ces normes n'a été, cependant, effectif qu'à la suite de la promulgation de la nouvelle loi bancaire qui offrait des déductions fiscales en pourcentage de la provision. Cet encouragement a eu pour effet la baisse des crédits douteux qui ont été estimés en 2001 à 11% du total des crédits pour les 21 banques de la place contre 20 à 30% en Egypte (selon des estimations non officielles)<sup>148</sup>.

---

<sup>146</sup> Les provisions sont constituées sur la base du retard dans le remboursement du crédit (des intérêts ou du principal). Il existe trois catégories de créances : Les créances standards sont les crédits dont le retard de remboursement est de 3 mois, la provision est de 20% du total du crédit. Les créances douteuses sont les crédits dont le retard de remboursement est de 6 mois, la provision est de 50% du total du crédit. Les créances compromises sont les crédits dont le retard de paiement est de 1 ans et plus, la provision est de 100% du total du crédit.

<sup>147</sup> Comme en Egypte, les provisions sont constituées sur la base du retard accumulé dans remboursement du crédit. Il existe 4 types de créances : Les créances recouvrables sont les créances qui sont remboursées dans les délais. Les créances douteuses sont les créances dont le retard de paiement est entre 180 jours et un an. La provision doit couvrir 50% de la partie non couverte par les garanties ; les créances compromises sont les créances dont le retard de paiement est supérieur à un an. La provision est de 100% de la portion non couverte par les garanties et devient graduelle au-delà d'un an de non-paiement. Les créances irrécouvrables sont les créances dont le remboursement est perdu. La provision est de 100% du montant de la dette à partir de la constatation de la perte de la créance.

<sup>148</sup> Les estimations de la Banque Centrale d'Egypte parlent d'un taux de 14% du total des crédits en 2001.

La classification des créances au Maghreb n'est pas très différente. Celle-ci a été appliquée en Tunisie à partir de décembre 1991<sup>149</sup>. Les créances sont relativement semblables à celles de la Jordanie dans leurs classifications et à celles de l'Egypte dans la constitution des provisions qui leurs sont liées<sup>150</sup>. Quant au Maroc, un traitement similaire à celui de l'Egypte est appliqué aux créances et leurs provisions depuis mai 1993<sup>151</sup>. Il faut noter cependant, que les délais liés à la constatation de la provision pour les créances douteuses ne sont pas conformes aux normes internationales qui exigent un délai de 90 jours. Aucun pays ne s'est encore aligné à cette norme exception faite pour la Jordanie qui a réduit ce délai en 2002.

L'application des provisions pour risque n'a pas réduit pour autant le pourcentage des crédits douteux dans le portefeuille des banques tunisiennes. En effet, en 2001, les crédits douteux des banques commerciales ont été estimés à 12,3% du total des actifs contre seulement 2% au Maroc en septembre 2002<sup>152</sup>.

#### **2.3.4 LES NORMES RELATIVES A LA REPARTITION DES RISQUES.**

La pratique des règles de répartition des risques était pratiquement inexistante dans le système bancaire du MMA et lorsque ces règles existaient, leur application n'était pas respectée. Ces règles ont été ainsi introduites afin de préserver les banques des risques liés aux crédits accordés à un seul client. Le coefficient de répartition des risques est généralement obtenu en faisant le rapport entre les risques encourus (pondérés) et les fonds propres nets.

En Egypte, le ratio de répartition des risques est devenu obligatoire à partir du mois d'avril 1993. A partir de cette date, toutes les banques avaient l'interdiction de concentrer leurs crédits sur un seul investissement. Les crédits offerts à un seul client ne devaient plus dépasser 30% du capital de la banque. En septembre 1995, les banques

---

<sup>149</sup> Circulaire de la Banque Centrale n° 91-24 du 17 décembre 1991.

<sup>150</sup> En effet, les créances sont subdivisées en quatre catégories selon le degré des risques impayés : Des créances nécessitant un suivi particulier (impayé de 0 à 3 mois), créances incertaines (impayé de 3 à 6 mois), créances préoccupantes (impayé de 6 mois à 1 an) et créances compromises (impayé supérieur à 1 an). Les provisions minimales à constituer pour les 3 dernières créances sont respectivement de 20%, 50% et 100%. La première classe de créance concerne les actifs dont le recouvrement intégral se fait dans les délais mais le secteur d'activité ou l'entreprise connaît des difficultés.

<sup>151</sup> La différence avec l'Egypte est dans les délais liée à la constitution de la créance elle-même. En effet, les créances pré-douteuses sont les créances dont le retard de paiement varie entre 3 et 6 mois. Les Créances douteuses sont les créances dont le retard de paiement varie entre 4 et 12 mois et les créances compromises sont les créances dont le retard de paiement varie entre 6 et 16 mois. Les provisions sont respectivement de 20% ; 50 et 100%.

d'affaires et les banques d'investissement étaient soumises aux même types d'obligations<sup>153</sup>. Pour les banques spécialisées les restrictions ont concerné leur participation dans les entreprises spécialisées dans les mêmes activités qu'elles.

La Jordanie se différencie encore une fois des autres pays par le caractère strict de ses règles prudentielles. Une circulaire de 1992 a réintroduit les procédures de demande d'autorisation à la Banque Centrale pour tout crédit dépassant 10% du capital libéré et les réserves statutaires accordés à un seul client ou à un groupe d'entreprise. En avril 1995, une nouvelle circulaire de la Banque Centrale a fixé ce taux à 25% du capital pour tout crédit accordé à un client ou à l'ensemble des membres du conseil d'administration (à condition que ce taux ne dépasse pas 5% du capital pour chaque membre). De plus, la Banque Centrale a exigé aussi que le crédit accordé au directeur de la banque ne devait pas dépasser 10% du capital lorsque le directeur est aussi directeur d'une entreprise cliente<sup>154</sup>. Tout dépassement est susceptible de pénalités sous forme de dépôts non rémunérés à la Banque Centrale. Le montant des dépôts est fixé en fonction de l'importance du délit<sup>155</sup>.

Au Maghreb, les règles relatives à la répartition des risques étaient déjà appliquées notamment au Maroc et en Tunisie. Les réformes bancaires entreprises dans ces deux pays ont tout simplement consisté à les remettre à jour. Cette mise à jour n'a été initiée qu'à partir de 1991. En Tunisie, les règles relatives à la limitation des risques vis-à-vis d'un même bénéficiaire sont restées longtemps fixées à 40% des fonds propres de la banque. Ce taux n'a été réduit à 25% qu'en 1999. Ce taux reste de loin supérieur à celui du Maroc qui a été fixé à 10% en 1977 puis réduit à 7% en décembre 1992 avant d'être à nouveau porté à 10% en septembre 1996 et à 20% en octobre 2000.

En Algérie, deux taux relatifs à la répartition des risques ont été appliqués depuis juillet 2004. Le premier est relatif aux individus et se subdivise en deux taux : un taux de 25% des fonds propres pour les clients et un taux de 20% pour les dirigeants ou

---

<sup>152</sup> Le pourcentage des crédits douteux des banques spécialisées marocaines reste cependant élevé. Il a été estimé à 36% du total des actifs en septembre 2002 en termes bruts.

<sup>153</sup> En effet, les participations de ces banques dans les entreprises ne devaient pas dépasser plus de 40% de leur capital libéré.

<sup>154</sup> Sont exclus de ces limites : Les crédits accordés à l'Etat et le secteur public garanti par l'Etat, les crédits assortis d'une assurance ou hypothèque équivalente au montant du crédit et les crédits accordés aux sociétés de participation dont l'Etat possède plus de 25% du capital.

actionnaires de la banque sous réserve d'une autorisation préalable du conseil d'administration. Le second limite les grands risques à 10 fois les fonds propres de la banque<sup>156</sup>. Par ailleurs et depuis la libéralisation du commerce extérieur, la Banque d'Algérie a mis en place un ratio d'encadrement des engagements extérieurs d'une banque ou d'un établissement financier. Celui-ci ne doit pas dépasser 4 fois les fonds propres de l'établissement. Le tableau ci-dessous résume des dates d'introduction et d'application des règles de régulation dans la région du MMA.

*Tableau 4 : Application des ratios de gestion prudentielle au MMA.*

	Algérie	Tunisie	Maroc	Egypte	Jordanie
Solvabilité	1996-1999	1986-1999	1985-1992	1990-1996	1992-1997
Liquidité	2004	2001	1982	1990	1992
Constitution de provisions		1991	1993	1991	1989
Répartition des risques.	2004	1991-1999	1977-2000	1993-1995	1992-1995

## **2.4 LE FOND D'ASSURANCE DES DEPOTS.**

Tout système bancaire est sujet aux problèmes de faillite s'il n'existe pas de règles de gestion adéquates qui le protège. La Faillite d'une banque peut contaminer tout le système bancaire et provoquer ainsi un risque systémique. Afin d'éviter de tels risques, il est souvent conseillé d'accompagner les règles prudentielles et de supervision par un système d'assurance de dépôts qui protège les déposants de tout risque de faillite bancaire. C'est particulièrement pour cette raison que la Jordanie et l'Egypte ont décidé d'instaurer un fonds d'assurance de dépôts suite aux problèmes de faillites bancaires auxquels leur système a fait face.

<sup>155</sup> Tout dépassement de ce ratio oblige la banque à déposer à la Banque Centrale un montant sous forme de dépôts non rémunérés équivalents à 10% du montant du dépassement. Le montant du dépôt peut s'élever jusqu'à 50% du montant du dépassement si la banque ne corrige pas le dépassement.

<sup>156</sup> Les grands risques sont constitués par le total des crédits accordés à des clients ou groupes liés dont le montant des crédits reçus, individuellement, dépasse 15% des fonds propres de la banque ou de l'établissement financier.

L’Egypte était le premier pays du groupe à créer ce fonds. Celui-ci a vu le jour suite à la faillite de la Banque de Crédit et de Commerce International (BCCI) en 1991. Cet incident a poussé la Banque Centrale à obliger toutes les banques à contribuer à l’alimentation de ce fond à raison de 0,5% du volume de leurs dépôts. De plus et afin de couvrir les pertes de la banque de Commerce et de Crédit d’Egypte (BCCE), toutes les banques ont été obligées de payer des intérêts sur la base d’un crédit de 1 milliard de livres offert à cette banque sur une période de 10 ans. Le déboursement de ces sommes a créé une atmosphère de réticence de la part des banques qui ont exprimé leur désaccord sur la prise en charge induite de la mauvaise gestion financière de certaines banques.

En Jordanie, le projet de constitution de ce fonds n’a été étudié que 9 ans après la mise en place des réformes pour aboutir en 2000. Ce fonds est alimenté par une participation annuelle des banques sur la base de 0,025% des dépôts en monnaie locale. Les remboursements de ce fonds ne doivent pas dépasser 25.000 dinars jordaniens par déposant. Les remboursements concernent tous les de dépôts en monnaie locale.

Comme en Jordanie, ce fonds n’a été institué que tardivement au Maroc. Ce n’est en effet, qu’en juillet 1993 que ce fonds a vu le jour suite à l’adoption de la nouvelle loi bancaire. L’institution de ce fonds devenait nécessaire pour les autorités marocaines en raison de l’élargissement du paysage bancaire et financier du pays. Ce fonds est alimenté annuellement par les établissements de crédit sur la base des dépôts à vue et à terme en monnaie locale, en monnaie convertible et en devise reçue des clients résidents et non-résidents. Le taux de cotisation qui était de 0,25% des dépôts en 1993 a été ramené à 0,20% actuellement<sup>157</sup>.

La Banque Centrale a rajouté un mécanisme complémentaire de soutien financier en vue de redresser la situation des établissements de crédit en difficulté lorsque les aides apportées par le fonds de garantie sont insuffisants. Ce soutien financier peut prendre la forme de concours remboursables ou de prise de participation dans l’établissement concerné.

---

<sup>157</sup> Ce taux a été fixé à 10% en 1996 puis à 0,15% en 1998 et à 20% à partir de 1999. Ce fonds permet aux déposants d’un établissement de crédit mis en liquidation d’être indemnisé jusqu’à concours de 50.000 dirhams par personne (physique ou morale).

En Algérie, la décision de créer une société de garantie des dépôts est entrée en vigueur depuis 1997 mais aucune explication sur les modalités de cotisation et de remboursement n'a été annoncée. Cette société est devenue fonctionnelle en juin 2003 quelques jours seulement avant la mise en faillite de la banque Khalifa, une banque privée créée en 1998<sup>158</sup>. Une année après cette mise en faillite, un communiqué de la Banque d'Algérie publié en juillet 2004 a annoncé ces modalités. Ainsi l'alimentation de ce fonds se fait par versement d'une prime annuelle de la part des banques et du Trésor public et l'indemnisation des déposants intervient dans un plafond de 600.000 dinars par déposant quel que soit le nombre de dépôts et la devise concernée. L'indemnisation doit se faire dans un délai de trois mois à compter de la date à laquelle l'indisponibilité des dépôts a été déclarée par la commission bancaire. La création de ce fond reste encore au stade de projet en Tunisie. Le projet de la nouvelle loi bancaire prévoit en effet, la création d'un tel fonds mais n'explique pas ses modalités de financement ou de remboursement.

## ***2.5 REFORMES ET REORGANISATION DE LA BOURSE DES VALEURS MOBILIERES.***

La réforme de la bourse des valeurs mobilière (BVM) en Egypte rentre dans le cadre de la grande vague de réformes entamées par le pays au début des années quatre-vingt-dix. En effet, dès l'année 1991 un projet de loi a été ébauché. Celui ci a été voté en juin 1992 et est rentré en vigueur en avril 1993. Cette réforme semblait nécessaire suite à la vague de privatisation des entreprises publiques annoncé par le gouvernement et qui devaient se faire par le biais de ce marché. La loi de 1992 a ainsi élargi le champ d'action du marché à plusieurs autres acteurs tels que les fonds de gestion d'entreprises, venture-capital firms et les sociétés d'assurances. Cette loi a été suivie par une autre loi en juillet 2002 sur la réorganisation du marché secondaire. Ces réformes ont ainsi donné un nouvel élan au fonctionnement du marché dont le nombre d'acteurs a augmenté de 656 institutions et entreprises listées en 1992 à 1123 en juin 2003 avec une capitalisation boursière de 10,8 milliards de livres<sup>159</sup>.

---

<sup>158</sup> Ce fonds a pris en charge le remboursement d'une somme 2,25 milliards d'euros, une somme répartie entre les investissements de l'Etat et 250000 petits déposants. L'Etat a refusé de prendre en charge les pertes des opérateurs privés et autres entreprises. Le montant de leur perte évoluerait entre 200 et 500 millions d'euros selon la presse locale.

<sup>159</sup> Il est nécessaire de rappeler que la BVM du Caire (créée en 1903) et de d'Alexandrie (créée en 1888) sont les marchés financiers les plus anciens des pays arabes. A sa création, la bourse du Caire était classée la 3<sup>ème</sup> après celles de Londres et de Bruxelles. L'activité de ce marché lui valait la 5<sup>ème</sup> place parmi les bourses les plus actives du monde. Mais la nationalisation appliquée depuis 1961 par

En Jordanie, la bourse des valeurs mobilières était caractérisée depuis sa création en 1978 et jusqu'à la veille des réformes par la prédominance des institutions bancaires qui étaient les principaux investisseurs sur ce marché. L'Etat avait le contrôle sur les transactions boursières qui ne pouvaient se faire sans son approbation. Cette main mise de l'Etat a provoqué une forte lenteur dans les décisions, des informations de qualité médiocre, de faibles émissions de titres et des coûts administratifs très élevés. Cette situation a continué à exister, bien que légèrement amélioré, jusqu'en 1997 date à partir de laquelle une nouvelle loi sur la bourse des valeurs mobilières a été promulguée.

Cette loi a consisté essentiellement à réorganiser ce marché et à améliorer les procédures de transaction par l'introduction d'un système de cotation électronique en mars 2000 et l'ouverture d'un réseau d'information interne qui permet aux intermédiaires en bourse d'avoir l'information en temps réel. Cette réforme a permis la redynamisation de la BVM d'Amman qui est placée aujourd'hui en seconde position des BVM du Moyen Orient après la bourse du Koweït avec une capitalisation boursière de 7,77 milliards de dinars jordanien en 2003.

En Tunisie et malgré l'ancienneté de la Bourse de Tunis créée en 1969, son rôle dans le développement du secteur financier était presque inexistant. La capitalisation boursière à la veille des réformes en 1986 ne représentait que 1% du produit. Les premières réformes boursières ont été entamées en 1988 par l'adoption de plusieurs lois qui visaient la redynamisation de ce marché. C'est ainsi qu'on a vu l'apparition de règlements sur les emprunts obligataires, les sociétés d'investissements à capital fixe et variable<sup>160</sup>, des exonérations fiscales au profit de certaines catégories d'institutions et enfin l'adoption d'une nouvelle loi en 1994 sur la réorganisation du marché financier.

Cette loi qui donnait plus de liberté aux transactions du marché, a été très bénéfique pour le développement de la BVM. C'est ainsi que le conseil du marché financier (CMF) organisme de contrôle, est devenu opérationnel dès le début de 1996. La BVM de Tunis, sous sa nouvelle forme d'entreprise privée, dont le capital est détenu

---

le président Nasser a eu pour effet le ralentissement de ses activités. Mais malgré le rétrécissement du rôle de ce marché dans l'économie nationale, la bourse est restée ouverte. La naissance du secteur privé suite la politique d'ouverture du président Sadate a permis de donner un nouvel élan aux activités de ce marché. Mais malgré ce léger développement, l'activité est restée minimale jusqu'en 1991.

<sup>160</sup> Loi n°88-92 du 2 août 1988 sur les sociétés d'investissement telle que modifiée et complétée par la loi n° 92-113 du 23 novembre 1992 et loi n°95-87 du 30 octobre 1995. Cette loi a favorisé la création de sociétés d'investissement à capital fixe (SICAF) et de sociétés d'investissement à capital variable (SICAV) et des sociétés d'investissement à capital risque.

par les intermédiaires en bourse, a commencé son activité à la même année. Par ailleurs, un système de négociation, de cotation électronique et de compensation a été mise en place le 25 octobre 1996 remplaçant ainsi la procédure de cotation manuelle. Enfin, un Fonds de garantie financé par les intermédiaires en bourse a été créé en vue de couvrir les risques inhérents à leurs opérations boursières.

Les réformes de la BVM au Maroc étaient le deuxième volet des réformes du marché financier après celui du secteur bancaire. Cette réforme entamée en 1993 par la promulgation d'une nouvelle loi sur le marché financier, était caractérisée notamment par l'adoption de plusieurs décrets. Comme en Tunisie, de nouveaux règlements sur l'organisation du marché et l'amélioration de la qualité des interventions ont été institués. La BVM est devenue une société privée dont le capital est souscrit dans son intégralité par les sociétés de bourses agréées (article 8 de la loi de 1993). Actuellement, au nombre de treize, les sociétés de bourses se partagent en parts égales le capital social de la BVM qui a été fixé en novembre 1994 à dix millions de dirhams

En Algérie, la gestion centralisée de l'économie n'a pas permis la présence d'un tel marché. Ce dernier n'a commencé à exister qu'après les réformes de 1994. En effet, un décret instituant la création d'une BVM a été promulgué en mai 1993 mais le marché n'a été inauguré qu'en juillet 1999 pour entrer en activité deux mois après. Les transactions mobilières restent timides après 5 années de fonctionnalité mais l'activité de ce marché a été considérée par les spécialistes locaux comme un premier pas vers la modernité financière.



## ***CONCLUSION DU CHAPITRE : BILAN DES REFORMES.***

L'objectif de ce chapitre était de discuter de la pratique des réformes financières liées à la libéralisation au MMA. Pour cela, nous avons exposé, dans un premier temps, les discussions théoriques relatives au respect d'un ordonnancement adéquat aux réformes et discuté longuement, dans un deuxième temps, des expériences de libéralisation financière au MMA.

L'idée du respect d'un ordonnancement des réformes émane des études empiriques relatives aux expériences de libéralisation des pays latino-américains et asiatiques. Deux idées principales ont été soulevées. La première concerne la mise en place d'un plan de stabilisation préalable (stabilisation de l'inflation et du déficit budgétaire) et la seconde concerne l'application et le respect des règles de régulation et de supervision bancaire. Bien que la stabilisation économique est conseillée à tout pays en situation de réformes, la supervision bancaire est considérée comme indispensable à la stabilité financière et surtout au succès de la libéralisation. A la lumière de ces discussions nous avons exposé les expériences de libéralisation financière au MMA afin de comparer l'ordre des réformes qu'ils ont suivi avec celui énoncé par la théorie. Plusieurs remarques peuvent être formulées dans ce sens.

A la veille des réformes tous les pays du MMA présentaient les symptômes d'une économie en déséquilibre avec un système financier en crise caractérisé par l'absence ou la faiblesse de règles de régulation et de supervision bancaire. Cette double caractérisation place ces pays dans la première catégorie selon le tableau1 de ce chapitre c'est à dire des pays avec une instabilité économique et une régulation bancaire inadéquate (IE-ISB). L'ordonnancement des réformes suivis par ces pays ne correspond pourtant pas à l'ordre définis par ce tableau.

En effet, chaque économie a suivi un ordre qui lui est propre. La seule mesure commune entre elles est celle relative à la stabilisation économique. Ensuite, les étapes de réformes n'ont pas été suivies dans un ordre clair dans le sens où en une seule année plusieurs mesures ont été adoptées. Par exemple, en Egypte, l'année 1991 a été consacrée à l'adoption des premières mesures de stabilisation économique, à la

libéralisation des taux d'intérêt, à l'assainissement et à la restructuration bancaire, à l'introduction d'instruments de contrôle monétaire indirects et à la mise en place de règles de régulation et de supervision.

Les pays du Maghreb se différencient de ceux du Machrek par un respect relatif des étapes de réformes notamment en Algérie pour l'ensemble des réformes et dans les deux autres pays du Maghreb pour les étapes relatives à la libéralisation des taux. En Effet, les taux d'intérêt ont été libéralisés d'une façon progressive au Maghreb alors que leur libéralisation a été rapide au Machrek. En outre, l'Egypte et la Jordanie ont condensé les réformes en deux étapes éliminant ainsi les étapes 3 et 4 du tableau1 alors que ces étapes ont toutes été respectées (bien que pas dans l'ordre) au Maghreb.

Par Ailleurs, la vitesse avec laquelle la libéralisation financière a été mise en place est très disparate. Celle-ci a duré 5 ans en Egypte et en Jordanie alors qu'elle a été plus lente, au Maghreb. Les réformes graduelles ont été très hétéroclites dans cette région allant de 7 ans en Algérie à 15 ans en Tunisie et même à 21 ans au Maroc puisque la dernière opération de privatisation dans ce pays a eu lieu en 2003 pour des réformes entamées en 1983. Il est peut être intéressant de noter que les réformes dans ces pays ne sont pas encore terminées. Le tableau ci-dessous nous permet de visualiser un résumé des étapes de réformes suivies par ces pays. Ce tableau montre clairement que les réformes adoptées n'ont respecté aucun ordre préconisé par la théorie. Les programmes de stabilisation macro-économique ont tout été entrepris au même moment que les étapes de libéralisation.

Tableau 5 : l'ordre de réformes adopté au MMA

	<i>Egypte</i>	<i>Jordanie</i>	<i>Algérie</i>	<i>Maroc</i>	<i>Tunisie</i>
<i>1<sup>er</sup> étape.</i>					
- Stabilisation économique	1991	1989	1990-1994	1983	1986
- Assainissement, restructuration et régulation bancaire	1990-1996	1989-1991	1992-1997	1995-2003	1988-2001
<i>2<sup>ème</sup> étape</i>					
- Introduction et/ou développement d'instruments de contrôle monétaire indirect	1991-1995	1993	1995-1996	1983-1995	1987
- Renforcement des règles de régulation et de supervision	1991-1993	1992	1996-2004	1993	1991-2001
<i>3<sup>ème</sup> étape</i>					
- Entrée de nouvelles institutions	-	-	1998	1992	-
- Assouplissement du contrôle des taux	-	-	1990-1994	1990	1987
<i>4<sup>ème</sup> étape</i>					
Libéralisation complète des taux	1991	1988-1989	1995	1996	1996

Il est très délicat de tirer des conclusions à ce niveau d'analyse car il faut savoir que chaque gouvernement est libre de suivre l'ordonnancement qui lui semble le plus adapté à son système économique. Le développement financier très prometteur obtenu par la Jordanie 10 ans après les réformes, comme nous le verrons dans le chapitre suivant, nous donne une idée sur la volonté de l'Etat de réussir des réformes dans un système qui était au bord du chaos. Mais il semble clair d'un point de vue général et même si la théorie n'est pas très avancée sur la question, qu'il est préférable de respecter un certain ordre afin de permettre aux institutions de s'habituer aux nouvelles méthodes de gestion du marché et aussi afin d'éviter les conflits de mesures. Reste à savoir si la méthodologie suivie par les pays du MMA leur a tout de même permis d'atteindre l'approfondissement financier visé au début des réformes.



## **CHAPITRE 6 : CONSEQUENCES DES REFORMES FINANCIERES AU MMA .**

L'analyse de la libéralisation financière au MMA effectuée dans le chapitre précédent a permis de remarquer que la pratique des réformes financières ne correspondait pas à l'ordre défini par la théorie de la libéralisation. Chaque économie a suivi un ordre qui lui est propre. De même la vitesse réformes était différente. La libéralisation était rapide au Machrek et graduelle au Maghreb. il serait ainsi intéressant de connaître les résultat des réformes pour chaque région.

Dans les pays en développement tels que les pays du MMA, les banques constituent le principal acteur du système financier. Le marché boursier joue un rôle secondaire. Les effets de la libéralisation vont de ce fait apparaître plus, à travers l'amélioration de l'intermédiation bancaire (section1). Mes ces effets sont souvent retardés par d'autres facteurs macroéconomiques qu'il convient d'analyser. Une estimation économétrique par les modèles de durée tentera de mettre en lumière les facteurs qui peuvent retarder le développement financier dans cette région du monde (section2).

### **SECTION 1 : LES EFFETS DE LA LIBERALISATION SUR L'ACTIVITE FINANCIERE .**

Bien que l'activité bancaire reste dominante dans le système financier du MMA, la libéralisation financière a permis une certaine redynamisation des marchés boursiers. Nous proposons dans cette section d'analyser l'évolution des deux secteurs (paragraphe1). Nous discuterons plus longuement, par la suite, des obstacles qui retardent l'approfondissement financier dans ces pays (paragraphe2).

#### **1. EVOLUTION DE L'ACTIVITE FINANCIERE .**

L'objectif de ce paragraphe est de mettre l'accent sur l'évolution de l'activité financière durant la période post-réforme. Nous entendons par ceci, l'analyse de l'évolution de l'activité bancaire et boursière. Le processus des réformes financières a concerné aussi des mesures de stabilisation économiques comme un préalable à la libéralisation. Nous nous arrêterons sur les principaux résultats de ces mesures.

### 1.1 LA STABILISATION ECONOMIQUE DURANT LA PERIODE POST-REFORMES.

Les mesures de stabilisation économique au MMA ont consisté notamment à réduire le niveau de l'inflation, à stabiliser le déficit budgétaire et à orienter son financement par les mécanismes du marché. Les résultats n'ont pas été cependant concluants. Bien que le taux d'inflation ait été rapidement réduit et maintenu à des taux raisonnables, le niveau du solde budgétaire n'a pas atteint les objectifs escomptés au début des réformes. Celui-ci est resté négatif et s'est même dégradé dans certains pays.

*Tableau 1 : Evolution du Solde budgétaire primaire (en % du PIB) durant la période post-réformes.*

	<i>année de début des réformes*</i>	<i>1992</i>	<i>1994</i>	<i>1996</i>	<i>1998</i>	<i>2000</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
<i>Egypte</i>	3,86	2,64	1,3	0,9	-3	-3,9	-5,5	-5,8
<i>Jordanie</i>	1,53	8,48	3,08	1,54	-5,3	-2	-3	-0,9
<i>Algérie</i>	-28,97	n.a	n.a	n.a	-0,3	-13,7	-3,6	-5,9
<i>Maroc</i>	-5,23	3,4	2,4	3,2	-2,5	-6,4	-4,3	-2,7
<i>Tunisie</i>	-2,79	-3,2	-3,01	-4,2	-1,27	-2,44	-2,3	-2,5

*Source : Banques Centrales de chaque pays.*

*\*Il s'agit de l'année à partir de laquelle les réformes ont été appliquées c'est à dire : 1991 pour l'Egypte, 1989 pour la Jordanie, 1994 pour l'Algérie, 1983 pour le Maroc et 1986 pour la Tunisie.*

*Source : Rapports annuels de la Banque Centrale de chaque pays.*

L'importance du déficit budgétaire revient essentiellement aux grands déboursements que ces Etats ont fait pour financer les banques en souffrances (Egypte) ou pour restructurer les établissements financiers en déséquilibres (Algérie). Toutefois des efforts considérables ont été engagés afin de réduire le financement monétaire du déficit budgétaire par l'introduction de nouveaux instruments d'emprunt (titres publics notamment). Mais l'important besoin financier dans certains pays les a souvent poussés à maintenir ce type de financement à des niveaux relativement élevé (Egypte, Algérie). Dans les autres pays le financement monétaire a été remplacé soit par le financement externe (Jordanie et Tunisie) ou par le recours au financement domestique non bancaire (Maroc).

Tableau 2 : Mode de financement du budget au MMA durant la période post-réformes.

<i>Egypte</i>	<i>1991</i>	<i>1995</i>	<i>1997</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	29,69	51,29	-47,09	-13,46	-10,30	-7,15	9,74	-18,55
<i>2-domestiquee</i>	70,31	48,71	147,09	113,46	110,30	107,15	90,26	118,55
<i>2-1 non bancaire</i>	127,86	-2,57	78,69	73,47	47,64	19,98	12,37	12,04
<i>2-2 bancaire</i>	-57,55	51,29	68,40	39,99	62,66	87,17	77,89	106,50
<i>Jordanie</i>	<i>1991</i>	<i>1995</i>	<i>1997</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	26,75	43,65	25,23	49,53	-29,33	41,13	57,26	49,11
<i>2-domestiquee</i>	73,25	56,35	74,77	50,47	129,33	58,87	42,74	50,89
<i>2-1 non bancaire</i>	9,50	-1,10	9,93	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>2-2 bancaire</i>	-29,41	13,79	39,61	46,84	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>2-3 autorités monétaires</i>	0,68	1,61	2,88	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>Financement obligatoire</i>	92,48	42,04	22,35	3,63	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>Maroc</i>	<i>1991</i>	<i>1995</i>	<i>1997</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	90,26	-21,81	-52,00	n.a	n.a	-51,99	-64,34	-50,19
<i>2-domestiquee</i>	9,74	130,74	152,00	n.a	n.a	152,05	164,81	150,19
<i>2-1 non bancaire</i>	2,81	38,27	107,55	n.a	n.a	193,66	212,72	163,44
<i>2-2 bancaire</i>	21,80	-9,79	31,70	n.a	n.a	59,55	65,36	1,19
<i>2-3 autorités monétaires</i>	-14,87	102,25	12,74	n.a	n.a	-101,38	-6,60	-14,44
<i>Tunisie</i>	<i>1991</i>	<i>1995</i>	<i>1997</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	40,53	50,79	71,44	40,18	-7,85	109,45	124,64	103,40
<i>2-domestiquee</i>	59,47	49,21	28,56	59,82	107,85	-9,55	-18,07	-3,40
<i>2-1 non bancaire</i>	n.a	30,90	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>2-2 bancaire</i>	12,77	-9,23	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>2-3 autorités monétaires</i>	-6,38	6,27	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>Autres financements domestiques</i>	53,09	22,89	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>Autorités locales</i>	n.a	-1,63	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
<i>Algérie</i>	<i>1991</i>	<i>1995</i>	<i>1997</i>	<i>1999</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>2002</i>	<i>2003</i>
<i>Financement total</i>	100	100	100	100	100	100	100	100
<i>1-étranger</i>	40,41	91,72	59,74	-114,06	24,37	77,08	750	56,18
<i>2-domestiquee</i>	59,59	8,28	40,26	214,06	75,63	22,92	-650	43,82
<i>2-1 non bancaire</i>	-38,36	-9,02	-21,63	100,00	-26,63	-77,78	-490	-74,16
<i>2-2 bancaire</i>	97,95	17,30	61,89	114,06	102,26	100,69	-160	117,98
<i>dont Banque Centrale</i>	11,64	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

Source : Government Finance Statistics Yearbook.

Le maintien du financement bancaire en Egypte et en Algérie laisse penser que le seigneurage reste un moyen de financement important du déficit budgétaire et que l'utilisation des nouveaux instruments de financement indirects n'a pas été optimale. Cette idée est devenue plus claire lorsque nous avons calculé le seigneurage en pourcentage du produit.

Tableau 3 : Seigneuriage en pourcentage du produit au MMA.

	1983	1986	1989	1991	1993	1995	1998	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Algérie</i>	5,07	5,83	10,75	17,74	19,10	25,32	26,76	18,78	16,12	19,83	22,30	25,30
<i>Maroc</i>	1,06	3,63	1,65	6,39	1,76	-0,87	6,23	0,33	1,85	6,04	5,50	9,47
<i>Tunisie</i>	0,73	0,49	0,78	0,97	0,49	0,84	0,53	0,62	0,54	0,45	0,53	0,44
<i>Egypte</i>	2,83	4,28	4,60	5,15	4,78	7,63	4,82	5,53	5,42	4,55	5,00	7,26
<i>Jordanie</i>	1,08	0,05	8,84	4,10	1,89	1,42	1,83	0,77	1,02	0,44	1,17	1,35

Source : Calculs effectués à partir des Statistiques Financières Internationales.

En effet, la plus part des pays du MMA (Algérie, Egypte et Maroc) ont maintenu le seigneuriage comme moyen de financement budgétaire ce qui confirme l'idée selon laquelle les pays dans lesquels le niveau de seigneuriage est élevé durant les premières phases de stabilisation, préfèrent préserver le même niveau de seigneuriage (chapitre 5, page 197). L'importante augmentation du niveau du seigneuriage dans ces pays laisse croire qu'aucun effort de réduction de ce type de financement n'a été engagé. Cette remarque est très nette pour le cas de l'Algérie.

Les mesures de stabilisation engagées n'ont ainsi apporté aucune amélioration budgétaire. Les déficits ont continué à être important et avec eux le seigneuriage. Les résultats sont plus concluants en Jordanie et en Tunisie où le déficit budgétaire et le montant du seigneuriage ont été maintenus à des niveaux raisonnables. Les mesures de stabilisation ont permis toutefois de réduire le taux d'inflation dans tous les pays.

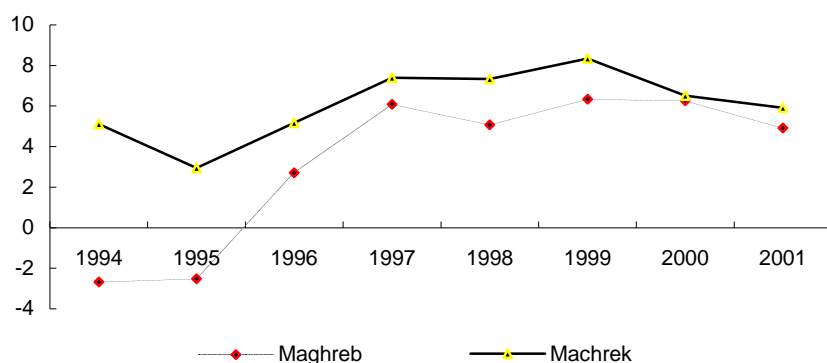
### 1.2 ÉVOLUTION DES TAUX D'INTERET .

Le graphique ci-dessous représente l'évolution des taux réels sur les dépôts aux MMA durant la période post-libéralisation. Ces taux extraits des statistiques du Fonds Monétaire International et des Banques Centrales de chaque pays ont été calculés par la différence entre les taux nominaux et la variation de l'indice des prix à la consommation. Un meilleur calcul des taux aurait été préférable en tenant compte de l'indice des prix de gros comme l'a souligné McKinnon (1989), mais cette statistique n'était pas disponible pour l'ensemble des pays. Nous avons choisi 1994 pour débiter notre analyse. Ce choix n'est pas arbitraire; il est lié à la date de déréglementation des taux en Algérie, dernier pays à entamer les réformes dans notre échantillon.



Nous entendons par dépôts, les dépôts à 3 et à 12 mois pour lesquelles les données ont été disponibles. Les données pour le Maroc sont des taux moyens pondérés alors que pour la Tunisie, les données sont des taux moyens calculés à partir des taux pratiqués par les banques de la place.

*Graphique 1 : Evolution des taux sur les dépôts au MMA.*



Source : Banques Centrales de Chaque pays.

La libéralisation des taux a ainsi favorisé le retour à des taux réels positifs. Le niveau élevé de l'inflation est à l'origine de la croissance des taux nominaux en début de période. Les taux ont baissé progressivement par la suite pour atteindre des niveaux raisonnables en conséquence de la baisse de l'inflation.

L'analyse de l'évolution des taux devient plus pertinente si nous considérons l'écart entre les taux débiteurs et créditeurs. Nous avons choisi de comparer cet écart avec d'autres pays émergents afin de pouvoir évaluer le coût d'intermédiation bancaire avant et après la période de réformes. Cet indicateur nous révèle que malgré la libéralisation des taux dans l'ensemble des pays du MMA, les banques ne semblent pas bénéficier d'une forte marge de manœuvre dans la fixation des taux. Cette contrainte peut s'expliquer par le fait que la plus part des banques restent encore des banques étatiques comme est le cas des banques en Algérie et en Egypte et sont obligées de ce fait, de se conformer aux politiques directives du gouvernement centrale.

Tableau 4: écart entre taux débiteurs et créditeurs au MMA (en pourcentage).

<b>MMA</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<i>Algérie</i>	n.a.	8.5.	3.0	2.5	3.3	3.3
<i>Maroc</i>	-0.3	0.5	5.65	8.2	8.2	8.6
<i>Tunisie</i>	4.3	n.a.	3.44	3,5	n.a.	4.2
<i>Egypte</i>	4.0	7.0	5.6	3.8	3.8	4.5
<i>Jordanie</i>	..	2.2	3.0	4.8	5.1	5.8
<b>Pays émergents</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<i>République de Corée</i>	0.0	0.0	0.2	0.6	1.9	1.8
<i>Malaisie</i>	2.7	1.3	1.7	3.4	3.3	3.2
<i>Philippines</i>	9.7	4.6	6.3	2.6	3.7	4.5
<i>Singapore</i>	2.9	2.7	2.9	4.1	4.1	4.5
<i>Thaïlande</i>	3.1	2.2	1.7	4.5	4.7	4.9
<b>Pays de l'OCDE à revenu élevé</b>	<b>4.1</b>	<b>4.6</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.7</b>

Source: World Development Indicators, World Bank, 2003.

L'écart de taux en Tunisie semble toutefois s'aligner à celui des pays de l'OCDE et certains pays émergents. Mais l'absence de données pour l'ensemble de la période ne nous permet pas de confirmer cette remarque. Par ailleurs, les marges bancaires en Tunisie sont protégées par des réglementations qui continuent d'imposer un plafond sur la rémunération des dépôts d'épargne au taux interbancaire minorée de 200 points de base. L'analyse des coûts d'intermédiation dans ce pays doit être prise avec beaucoup de prudence.

### **1.3 AMELIORATION DE L'ACTIVITE BANCAIRE.**

Un des principaux objectifs de la libéralisation financière, celui du développement de l'intermédiation financière. Nous avons vu dans le chapitre 2 (section 1, paragraphe 1) que la répression financière a eu pour effet la baisse du niveau du développement financier au MMA. La construction d'indicateurs financiers nous a permis de constater que certains pays présentaient même une double répression (au niveau des dépôts et des crédits). La mise en place d'un programme de libéralisation financière doit en principe améliorer l'activité des intermédiaires.

Afin d'analyser l'effet de la libéralisation sur l'activité bancaire, nous allons reprendre les indicateurs financiers calculés dans le chapitre 2 pour la période post-réformes. La répartition de la masse monétaire entre monnaie et quasi-monnaie doit nous donner, en principe, une idée sur l'évolution des placements monétaires. Nous devons ainsi trouver une relation logique entre la libéralisation des taux (si elle était effective) et la croissance des placements liquides par exemple.

*Tableau 5 : Niveau général du développement financier.*

	<i>M2/PIB</i>				<i>QM/M2</i>			
<i>MMA</i>	<i>1990</i>	<i>1995</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>1990</i>	<i>1995</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>
<i>Algérie</i>	21,24	35,02	37,18	49,89	61,93	39,94	40,75	n.a
<i>Maroc</i>	21,03	27,10	26,05	25,24	53,94	66,21	82,69	87,23
<i>Tunisie</i>	51,92	53,38	56,79	57,02	51,49	45,76	55,24	56,66
<i>Egypte</i>	68,24	74,48	76,17	77,30	85,86	79,79	77,06	81,67
<i>Jordanie</i>	59,34	63,70	70,12	71,30	131,37	101,59	112,48	116,59
<i>Pays émergents</i>	<i>1990</i>	<i>1995</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>	<i>1990</i>	<i>1995</i>	<i>2000</i>	<i>2001</i>
<i>Malaisie</i>	66,86	66,27	76,85	76,50	64,38	84,74	101,81	106,69
<i>Philippines</i>	74,81	80,31	81,09	81,66	34,25	51,85	62,42	58,77
<i>Singapore</i>	75,32	75,14	80,54	80,05	93,05	86,58	106,89	117,89
<i>Thaïlande</i>	87,22	88,27	86,82	87,93	70,03	79,08	105,82	103,96

*Source : Calculs effectués à partir des Statistiques Financières Internationales. IMF, 2003.*

Le tableau 5 qui mesure le niveau global du développement financier, permet de constater une relative croissance de l'épargne liquide au MMA notamment au Maroc. Le même cas peut être observé en Tunisie après la libéralisation des taux en 1996. La libéralisation des taux en Algérie ne semble pas avoir stimulé la croissance de l'épargne liquide puisque ce taux a baissé depuis la mise en place des réformes. Seule la Jordanie semble se distinguer du groupe par une épargne (*QM/M2*) conforme à celle des pays émergents bien qu'en légère baisse depuis 1990.

L'évolution de l'épargne financière est confirmée par le tableau 6 qui nous indique le niveau de la dynamique bancaire. En effet, le niveau de la circulation fiduciaire par rapport au produit semble être en baisse continue dans tous les pays depuis les réformes. Ce ratio nous permet de mesurer le degré de monétisation dans une économie donnée (utilisation de la carte bancaire et du chèque) qui ne peut se développer que par une politique de dépôts rigoureuse. La baisse de la circulation fiduciaire notamment en Tunisie n'est ainsi qu'un autre indicateur de la croissance de l'épargne financière (dépôts à vue et monnaie scripturale) dans cette région.

Tableau 6 : degrés de monétisation et dynamique bancaire

	dépôts à vue / base				M. en circulation / PIB			
MMA	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001
Algérie	76,53	82,60	83,65	71,34	24,40	12,46	11,89	n.a
Maroc	141,29	158,49	199,79	190,33	13,88	15,36	16,43	17,24
Tunisie	138,64	125,49	151,35	141,65	9,29	7,71	8,35	8,26
Egypte	39,98	33,01	24,92	23,03	12,91	11,15	11,19	11,21
Jordanie	32,34	26,60	34,18	41,60	37,71	22,29	20,66	19,21
Pays émergents	1990	1995	2000	2001	1990	1995	2000	2001
Malaisie	77,74	75,45	64,23	73,42	9,43	7,84	6,51	6,62
Philippines	18,70	28,23	48,75	54,54	5,75	5,82	5,81	5,35
Singapore	73,73	90,63	118,96	120,88	10,70	8,41	7,06	7,73
Thaïlande	29,59	23,32	16,65	21,84	6,30	6,79	8,29	8,64

Source: Tableau calculé à partir des Statistiques Financières Internationales. IMF, 2003.

La dynamique bancaire doit cependant être relativisée puisque le ratio des dépôts à vue par rapport à la base semble montrer que les banques du MMA ont du mal à sortir de l'emprise de l'Etat sur leur activité. En effet, la base monétaire est considérée comme un des indicateurs de répression financière dans la mesure où elle constitue l'assiette du seignuriage principal source de financement du budget de l'Etat. Un faible niveau de ce ratio (dépôts/ base) nous révélera à la fois la présence du seignuriage comme moyen de financement du budget et l'étroite liberté des banques à créer de nouveaux services bancaires.

Ce tableau nous montre ainsi la difficulté des Etats du MMA à abandonner le seignuriage comme moyen de financement du budget puisque le ratio dépôts/base à reste important dans certains (Egypte, Algérie) pays malgré sa légère baisse en 2001. La dynamique bancaire semble par contre se concrétiser au Maroc et en Tunisie puisque ce ratio est le plus élevé de la région et même plus élevé que celui des pays émergents.

#### 1.4 ÉVOLUTION DES CREDITS AU SECTEUR PRIVE.

En plus de la croissance de l'épargne financière, la croissance des crédits au secteur privé est un autre résultat attendu de la libéralisation dans la mesure où les crédits permettent de financer l'investissement. Dans les pays où les banques sont le principal acteur du système financier comme est le cas de la région du MMA, le crédit bancaire au secteur privé devient la principale source de financement des

entreprises (les autres sources ne doivent pas pour autant être négligées). C'est pourquoi nous avons choisi de reporter dans le tableau 7 ci-dessous les données relatives aux crédits au secteur privé afin de mieux percevoir l'effet de la libéralisation sur leur évolution

Il est ainsi nécessaire de noter que le volume des crédits a enregistré une baisse globale au début des réformes dans tous les pays notamment dans ceux où la dominance de l'Etat sur le secteur bancaire était importante. L'Algérie présente dans ce sens un exemple particulièrement intéressant puisque les crédits au secteur privé ont remarquablement baissé d'un taux moyen annuel de 43% en l'espace de 5 ans. Quelques années après les réformes, les crédits ont repris une croissance régulière dépassant 60% du produit notamment en Egypte et en Jordanie ce qui laisse penser à la réalisation d'une véritable transformation du climat financier au profit du secteur privé.

*Tableau 7: Evolution du crédit au secteur privé en pourcentage du produit.*

	<i>Crédits bancaires</i>					<i>Crédits domestiques</i>				
<b>MMA</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<i>Algérie</i>	86,25	74,49	48,68	29,13		59,94	44,44	5,2	8	
<i>Maroc</i>	63,87	60,13	79,5	84,11	84,51	32,43	34,03	47,95	53,96	54
<i>Tunisie</i>	76,56	62,54	71,37	73,92	74,44	66,8	55,08	68,59	67,9	69
<i>Egypte</i>	118,12	106,8	81,76	103,65	109,86	36,04	30,58	37,04	61,57	61
<i>Jordanie</i>	93,13	117,86	92,08	89,66	90,41	66,11	72,3	73,45	75,46	74
<i>Pays émergents</i>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
<i>Malaisie</i>	116,47	75,67	126,71	155,34	154,24	86,59	69,41	124,41	149,16	146
<i>Philippines</i>	43,07	26,86	64,27	63,1	60,48	27	22,34	45,06	40,06	36
<i>Singapour</i>	91,68	75,64	76,72	102,01	84,81	106,23	97,44	107,51	128,36	115
<i>Thaïlande</i>	81,43	91,05	135,54	111,97	116,03	58,34	83,37	139,83	97,54	103
<i>OCDE à revenu élevé</i>	114,25	132,48	154,47	173,93	170,01	87,58	107,81	119,46	137,66	133,6

*Source : Banque Mondiale, World Development Indicators, 2004.*

Il est vrai que le pourcentage du crédit par rapport au produit reste loin derrière celui des pays émergents et des pays de l'OCDE. Mais la croissance des crédits privés ainsi obtenue après 10 ou 15 années de réformes, additionnée à l'amélioration de l'épargne financière, laisse croire que certains pays tels que le Maroc, la Tunisie et notamment la Jordanie commencent à présenter une structure financière qui sera amener à soutenir l'approfondissement financier. Celui-ci ne peut cependant se concrétiser qu'à la suite de la participation des marchés boursiers à côté des banques dans le financement de l'économie.

### 1.5 REDYNAMISATION DES MARCHES BOURSIERS.

En Plus de l'élargissement de l'activité bancaire, la libéralisation financière a permis une certaine redynamisation des marchés boursiers à travers l'amélioration de leur activité suite aux mouvements de privatisation. Bien que cet aspect reste moins important que celui de l'amélioration de la performance des banques, en raison du faible rôle que jouent ces marchés dans les économies du MMA, nous avons jugé nécessaire de le souligner afin de mettre en lumière l'état d'avancement de ces marchés et le rôle qu'ils seront amenés à jouer dans l'avenir. Pour cela nous retiendrons deux indicateurs : la capitalisation boursière et l'évolution du chiffre d'affaire.

Il faut peut être rappeler pour commencer que malgré la longue présence des marchés boursiers au MMA, ces marchés sont restés petits si nous mettons de côté l'Egypte qui présente un marché relativement large avec 795 entreprises cotées en bourse en décembre 2004<sup>161</sup>. Les réformes financières entamées depuis le début des années quatre-vingt-dix notamment en Egypte, en Tunisie et au Maroc ont donné un nouvel élan à l'activité des marchés boursiers dont la capitalisation boursière s'est améliorée progressivement. Mais malgré cette redynamisation, la capitalisation est restée en deçà de celle des pays émergents comme le montre le tableau 8 ci-dessous.

Tableau 8 : Capitalisation boursière en pourcentage du produit.

	1985	1990	1995	1999	2000	2001	2002
<i>Egypte</i>	4,45	4,05	10,33	29,36	30,29	28,36	29,0
<i>Jordanie</i>	43,78	50,15	67,85	68,65	62,54	63,72	76,0
<i>Maroc</i>	1,91	3,07	15,71	41,44	36,92	29,97	24,0
<i>Tunisie</i>	n.a	4,81	18,54	11,41	13,22	12,22	10,0
<b><i>Pays émergents</i></b>	<b>1985</b>	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Indonésie	0,114	4,495	28,277	14,346	13,897	7,699	n.a
Sri Lanka	n.a	8,205	18,848	7,831	5,867	5,088	n.a
Malaisie	55,913	99,737	241,745	146,319	140,797	132,002	131,0
Philippines	2,407	19,578	76,892	45,160	54,277	50,625	50,0
Thaïlande	4,585	29,125	82,551	33,556	32,577	26,376	36,0
OCDE à revenu élevé	n.a	51,00	67,00	n.a	118,00	103,00	82,0

Source : Banque Mondiale, World Development Indicators, 2003.

<sup>161</sup> Ce chiffre a beaucoup baissé par rapport à 2002 où 1151 entreprises étaient cotées en bourse.

La Jordanie est le seul pays du groupe à présenter une capitalisation boursière supérieure à ses voisins. Celle-ci est même supérieure à celle des pays émergents sauf la Malaisie). La vague de privatisation entamée par le Maroc et l’Egypte durant la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix est une des principales raisons qui explique l’amélioration de la capitalisation boursière dans ces deux pays mais l’arrêt des privatisations au Maroc a ralenti l’activité de la bourse de Casablanca ce qui a réduit la capitalisation boursière.

La capitalisation boursière est dominée, dans la plupart des pays, par les entreprises du secteur financier notamment les banques et les sociétés d’assurances. En Tunisie, 44% de la capitalisation boursière en 2002 était réalisée par les 5 grandes entreprises cotées. De plus, la petite taille des entreprises et la réticence à réduire les positions dominantes freinent le développement des marchés de capitaux privés dans ces pays. Ce problème est bien apparent dans le cas tunisien ou il n’y a que 500 entreprises seulement qui ont un capital supérieur à 1 milliard d’euros et seulement 83 entreprises qui réalisent des ventes totales supérieurs à 50 millions de dinars tunisiens selon les statistiques de la SMART en 2002<sup>162</sup>. Le nombre de candidats potentiels au marché boursier est dès lors limité.

Le faible niveau de la capitalisation boursière est aussi lié à des raisons historiques et sociales. En effet, la plus part des entreprises cotées en bourses restent des entreprises à caractère familial dont les propriétaires refusent souvent d’ouvrir leur capital à des étrangers. Cette réticence explique en partie le faible niveau du chiffre d’affaire comme le montre le tableau 9 ci-dessous.

Le chiffre d’affaire est un indicateur du niveau d’activité et du degré de liquidité des marchés boursiers par rapport à leur taille. Un petit marché boursier avec une forte activité présentera un chiffre d’affaire très élevé alors qu’un grand marché boursier avec une faible activité boursière aura un chiffre d’affaire faible.

---

<sup>162</sup> SMART Finance est une société de conseil spécialisée dans l’analyse financière des sociétés cotées en bourse, le conseil des investisseurs institutionnels étrangers pour leurs investissements de portefeuille et dans l’ingénierie financière pour le compte de sociétés privées tunisiennes.

Tableau 9 : Chiffre d'affaire en pourcentage<sup>163</sup>.

	1985	1990	1995	1999	2000	2001	2002
<i>Egypte</i>	6,28	7,21	38,37	34,82	37,95	15,42	16,00
<i>Jordanie</i>	7,27	19,91	11,32	9,82	7,86	16,62	15,00
<i>Maroc</i>	5,28	7,83	46,82	0,83	0,68	1,07	11,00
<i>Tunisie</i>	n.a	3,28	19,83	18,04	24,17	12,98	14
<i>Pays émergents</i>	1985	1990	1995	1999	2000	2001	2002
<i>Indonésie</i>	2,87	77,22	25,18	93,41	65,73	85,36	n.a
<i>Sri Lanka</i>	n.a	5,92	8,94	17,14	14,97	19,73	n.a
<i>Malaisie</i>	13,37	24,75	35,82	41,89	46,14	17,87	17,00
<i>Philippines</i>	15,02	13,55	25,86	57,28	19,92	8,66	15,00
<i>Thaïlande</i>	31,87	91,86	41,10	100,80	57,67	116,75	98,00
<i>OCDE à revenu élevé</i>	n.a	55	83	n.a	131	139	148

Source : Banque Mondiale, World Development Indicators

Ainsi le faible niveau du chiffre d'affaire au MMA (au dessous de 20%) traduit bien la faible activité de ces marchés. L'exemple le plus intéressant est peut être celui de la Jordanie qui malgré une forte capitalisation boursière, le chiffre d'affaire de la bourse d'Amman n'a pas dépassé le niveau de 15%. L'exceptionnelle croissance du chiffre d'affaire au Maroc en 1995 et en Egypte durant la deuxième moitié des années quatre-vingt-dix revient comme nous l'avons évoqué plus haut à la vague de privatisation entamée dans ces deux pays au cours de cette période.

Il ressort de cette brève analyse que la libéralisation financière a été favorable à la croissance de l'épargne financière et au crédit privé. Les efforts de réformes ont même permis de redonner un nouvel élan aux marchés boursiers bien que leur activité reste encore modeste. Mais les différentiels de taux semblent indiquer une faible performance du système bancaire. En effet, la libéralisation des taux ne représente qu'une étape préliminaire dans le processus des réformes financières. L'approfondissement financier ne peut se concrétiser que si le système financier local (banques et autres institutions financières) arrive à concurrencer les établissements internationaux. Pour arriver à ce stade de développement, plusieurs autres obstacles sont encore à franchir.

<sup>163</sup> Le chiffre d'affaire est obtenu par le rapport en pourcentage entre la valeur totale des actions émises par le marché et la capitalisation boursière.



## **2. LES OBSTACLES AU DEVELOPPEMENT FINANCIER AU MMA.**

Malgré les résultats encourageants obtenus par les pays du MMA suite à la libéralisation financière, le développement financier n'est encore qu'à son stade initial. Plusieurs autres réformes doivent encore être engagées afin de permettre aux forces du marché d'assurer une réelle concurrence et par conséquent un développement durable. La compétitivité bancaire, le cadre législatif et l'environnement financier sont les principaux obstacles qui freinent l'approfondissement financier au MMA.

### **2.1 UNE FAIBLE CONCURRENCE BANCAIRE.**

Selon les auteurs de la libéralisation, l'ouverture du marché financier intérieur aux investisseurs étrangers est un pas très important pour la promotion de la concurrence. Cette ouverture doit se faire progressivement selon le niveau de développement et la fragilité du marché financier local, Goldberg, Dages et Kinney (2000). Les réformes bancaires au MMA semblent s'orienter vers cette optique. En effet, en plus du retrait progressif de l'Etat des banques locales, plusieurs participations étrangères dans le capital des banques nationales ont été autorisées permettant l'apparition, selon le type de dénomination, de joint-venture bank (Egypte), de banque off-shore (Maroc, Tunisie, Jordanie) ou encore de banques mixtes (Algérie).

Mais malgré ces efforts d'ouverture, le système bancaire au MMA reste dominé par des comportements monopolistiques caractérisés par des marges d'intermédiation très importantes. Le différentiel de taux (taux sur les crédits – taux sur les dépôts), indicateur de compétitivité et de profitabilité du système bancaire reste encore élevé (voir tableau 1). La baisse de celui-ci est annonciatrice de l'amélioration de la concurrence, résultat de l'entrée de nouvelles banques (étrangères et/ou locales) et/ou de l'amélioration des conditions bancaires.

Le faible niveau de concurrence peut aussi être perçu par le degré de concentration bancaire. Celui-ci est obtenu par la mesure du poids des cinq grandes banques par rapport à l'ensemble du système bancaire. Les résultats obtenus révèlent un degré de concentration très élevé par rapport aux pays émergents dépassant les 65% pour l'ensemble de la région. Les banques privées locales semblent détenir le monopole en terme d'actifs.

Tableau 10 : Indicateurs de concurrence dans le système bancaire.

	<i>concentration des 5 grandes banques (%)</i>	<i>% d'actifs bancaires des banques privées locale détenant plus de 50% du capital</i>
<i>Egypte</i>	65	33
<i>Jordanie</i>	68	100
<i>Maroc</i>	75	76
<i>Tunisie</i>	66	68
<i>Pays émergents</i>		
<i>Malaisie</i>	30	100
<i>Philippines</i>	46	88
<i>Singapore</i>	..	100
<i>Thaïlande</i>	75	69
<i>OCDE à revenu élevé</i>	65	97

Source: Base de données sur la supervision et la régulation bancaire: Banque Mondiale et l'Association Professionnelle Tunisienne des Banques.

Des études plus récentes contestent, cependant, l'utilisation de la concentration bancaire comme indicateur de la concurrence et proposent l'emploi d'analyses économétriques qui consistent à estimer l'élasticité du revenu total des banques par rapport à leur prix d'input, Gelos et Roldos (2002) et Classen et Laeven (2003). Cette méthodologie ne peut pas être appliquée aux pays du MMA en raison du manque de données. Mais les résultats obtenus par ces auteurs montrent que la concurrence bancaire est souvent influencée par les barrières à l'entrée auxquelles font face les banques étrangères.

En effet, lors de la mise en place des réformes bancaires au MMA, nous avons remarqué qu'il existe un grand décalage entre les autorisations offertes par l'administration centrale aux banques étrangères et l'installation effective de ces banques. De plus le retrait de l'Etat du capital des banques privées au profit des banques étrangères est retardé plusieurs fois provoquant ainsi une lourdeur dans les procédures. C'est le cas de l'Egypte et notamment de la Tunisie dont les négociations avec une banque française « la Société Générale » ont duré plus de deux ans en raison d'un litige sur la nationalité du directeur de la banque à privatiser.

De ce fait, la part des banques étrangères dans le système bancaire du MMA n'a pas beaucoup changé malgré la croissance du nombre de ces banques comme est le cas en Egypte et en Algérie (tableau 8). Le pourcentage d'actifs de ces banques par rapport à l'ensemble des actifs du système reste encore très faible ce qui donne une idée sur la

difficulté qu'ont ces banques à détenir une part conséquente du marché bancaire locale. Le Maroc est le seul pays du groupe où les banques étrangères semblent avoir percer une bonne voie dans l'industrie bancaire. La part des banques à majorité étrangère a tout de même augmenté en Tunisie en 2002 après la privatisation de l'IUB pour atteindre 20,5% des actifs des bancaires.

*Tableau 11 : Part des banques étrangères dans le système bancaire domestiques<sup>164</sup>.*

	1995			2000		
	% des Banques étrangères <sup>165</sup>	pourcentage des actifs <sup>166</sup>	Nombre de banques	% des Banques étrangères	pourcentage des actifs	Nombre de banques
<i>Algérie</i>	0,00	0,00	0	0,43	0,02	3
<i>Maroc</i>	0,15	0,05	2	0,38	0,18	5
<i>Tunisie</i>	0,14	0,06	2	0,29	0,12	4
<i>Egypte</i>	0,03	0,01	1	0,20	0,07	6
<i>Jordanie</i>	0,11	0,08	1	0,11	0,01	1
<i>Pays émergents</i>	% des Banques étrangères	pourcentage des actifs	Nombre de banques	% des Banques étrangères	pourcentage des actifs	Nombre de banques
<i>Malaisie</i>	0,23	0,11	10	0,33	0,20	14
<i>Philippines</i>	0,00	0,00	0,0	0,15	0,04	6
<i>Thaïlande</i>	0,00	0,00	0,0	0,25	0,06	4

Source: extrait d'une étude effectuée par: Jong-Kun Lee, World Bank, mai 2002.

La faible présence des banques étrangères dans certains pays du MMA s'explique aussi par le poids dominant de l'Etat dans le système financier. La participation de l'Etat dans le capital social des banques commerciales en 2000 était de 63,8% en Algérie contre 4,2% au Maroc. En Tunisie, l'Etat détient toujours le contrôle des trois plus importantes banques publiques en raison du rôle qu'elles jouent dans le financement des secteurs sensibles<sup>167</sup>.

<sup>164</sup> Il s'agit des banques détenant plus de 50% du capital des banques commerciales.

<sup>165</sup> Il s'agit du rapport en pourcentage entre le nombre de banques étrangères et le nombre total des banques dans le système bancaire.

<sup>166</sup> C'est le rapport entre les actifs détenus par les banques étrangères et le total des actifs du système bancaire.

<sup>167</sup> Il s'agit de la Banque Nationale Agricole (BNA, secteur agricole), la Banque d'Habitat (BH, secteur du logement) et la Société Tunisienne de Banques (STB, Petites et moyennes entreprises).

Tableau 12 : Part de l'Etat dans le capital des banques commerciales en 2000 (%)

	Capitaux privés	Capitaux publics <sup>168</sup>	Capitaux étrangers
<i>Algérie</i>	25,9	63,8	10,3
<i>Maroc</i>	72,6	4,2	23,2
<i>Tunisie</i>	84,9	0,0	15,1
<i>Egypte</i>	59	25,6	15,4
<i>Jordanie</i>	85,1	0,0	14,9

Source: Extrait de l'étude de Jong-Kun Lee: « Financial liberalization and Foreign Bank Entry in MENA », W. Bank, 2002.

Le problème de concurrence bancaire au MMA devient plus visible lorsque nous procédons à une comparaison entre les performances des banques locales et étrangères. Le tableau 13 ci-dessous, extrait des états financiers des banques de chaque pays, nous donne des informations sur cette performance.

Tableau 13 : indicateurs de performance bancaire (1995-2000).

<i>Pays</i>	<i>Type de banque</i>	<i>Marge nette/Total actif</i>	<i>Revenu net d'impôt/ total actif</i>	<i>Frais généraux/total actif</i>	<i>Provision pour perte/ total actif</i>	<i>Bénéfice net/total actif</i>
<i>Algérie</i>	<i>Locale</i>	2,46	0,44	0,82	1,12	0,07
	<i>Etrangère</i>	6,72	0,83	1,35	1,14	1,68
<i>Maroc</i>	<i>Locale</i>	1,53	2,21	1,82	2,36	0,29
	<i>Etrangère</i>	4,51	1,59	3,27	0,97	1,24
<i>Tunisie</i>	<i>Locale</i>	3,10	1,72	2,80	0,87	1,03
	<i>Etrangère</i>	2,98	2,90	2,34	1,55	1,64
<i>Egypte</i>	<i>Locale</i>	2,02	2,28	1,75	1,13	1,49
	<i>Etrangère</i>	2,18	2,18	1,94	1,24	1,50
<i>Jordanie</i>	<i>Locale</i>	2,83	1,46	2,59	0,62	0,73
	<i>Etrangère</i>	2,28	1,28	2,08	0,56	0,74
<i>Malaisie</i>	<i>Locale</i>	2,90	0,66	1,78	1,30	0,48
	<i>Etrangère</i>	3,03	1,39	1,52	0,83	1,49
<i>Philippines</i>	<i>Locale</i>	4,35	1,81	3,86	0,84	1,35
	<i>Etrangère</i>	3,47	1,54	4,34	0,83	-0,21
<i>Thaïlande</i>	<i>Locale</i>	1,76	0,83	2,04	3,14	-2,56
	<i>Etrangère</i>	1,42	0,67	2,55	1,97	-2,61

Source: Extrait de l'étude de Jong-Kun Lee: « Financial liberalization and Foreign Bank Entry in MENA », W. Bank, 2002.

<sup>168</sup> En 2002, les banques commerciales étatiques sont de 2 en Algérie, 3 en Egypte, et 1 au Maroc.

La première remarque que nous relevons par la lecture de ce tableau est que les banques étrangères en Algérie, au Maroc et en Egypte présentent une profitabilité élevée en terme de marge nette contre des coûts élevés en terme de frais généraux et de provision pour perte. En Egypte, les banques étrangères semblent concurrencer légèrement les banques locales mais leur performance reste faible en terme de profitabilité (bénéfice net et marge nette). Les banques locales égyptiennes et algériennes possèdent un avantage comparatif en terme de coût (frais généraux et provision). Cet avantage peut s'expliquer par l'importance des banques publiques dont les coûts sont réduits grâce aux subventions de l'Etat. Au Maroc, la performance des banques étrangères semble dominante en coût et en profitabilité alors qu'en Jordanie, les relevés financiers révèlent l'existence d'une véritable concurrence entre les deux types de banques comme est le cas aux Philippines.

Il apparaît ainsi que la présence de banques étrangères joue un rôle important dans la promotion de la concurrence et l'amélioration de la performance des banques locales. Nous avons en effet, remarqué que dans les pays où ces banques sont actives (Maroc, Tunisie et Jordanie), la compétitivité des banques locales s'est améliorée. Mais cette compétitivité est souvent freinée par un cadre législatif et un environnement financiers inadéquats.

## ***2.2 UN ENVIRONNEMENT FINANCIER PEU DEVELOPPE .***

La présence d'un environnement financier adéquat dans lequel règne une transparence entre la banque et ses clients est une condition nécessaire pour l'amélioration de la performance du système financier. L'accès à l'information de la part des banques et/ou des investisseurs permet de faciliter les procédures et de réduire ainsi les obstacles d'accès au financement souhaité.

Cependant, l'enquête menée en 2000 par la Banque Mondiale sur l'environnement des affaires en Egypte et en Tunisie indique l'existence de plusieurs obstacles à l'encontre des investisseurs. L'échantillon d'entreprises démarchées montre que l'environnement des affaires en Egypte présente des obstacles financiers significatifs. Ces obstacles sont soit importants (9% de l'échantillon), modérés (77% de

l'échantillon) ou faibles (13% de l'échantillon). Seules 2% des entreprises sondées ont déclaré ne pas avoir d'obstacles.

*Tableau 14 : obstacles financiers les plus fréquents rencontrés par les entreprises<sup>169</sup>.*

<i>Egypte</i>		<i>Tunisie</i>	
Taux d'intérêt élevé	74%	Taux d'intérêt élevé	54%
Procédures administratives	71%	Information inadéquate sur les crédits	51%
Manque d'accès au financement des exports	52%	Procédures administratives	28%
Besoin de connexion avec les banques	48%	Faible contact avec les actionnaires	27%
Information inadéquate sur les crédits	47%	Besoin de connexion avec les banques	23%
Dommages collatéraux	46%	Dommages collatéraux	23%
Faible accès au financement par leasing	46%	Faible contact avec les banques étrangères	19%
Corruption des fonctionnaires de banques	44%	Manque d'accès au financement des exports	11%
Les banques n'ont pas d'argent à prêter	41%	Faible accès au financement par leasing	8%
Faible contact avec les banques étrangères	39%	Les banques n'ont pas d'argent à prêter	5%
Faible contact avec les actionnaires	39%	Corruption des fonctionnaires de banques	3%

*Source: World Business Environment Survey (WBES), 2000, World Bank Group.*

*Les chiffres du tableau correspondent aux entreprises démarchées qui ont déclaré avoir des obstacles importants ou modérés.*

En Tunisie, par contre, aucune entreprise n'a déclaré faire face à des obstacles majeurs. Au contraire, 33% des entreprises sondées ont avancé ne faire face à aucun obstacle contre 55% pour des obstacles mineurs. Ces chiffres sont comparables à ceux de l'OCDE où 36% des entreprises ne font face à aucun obstacle contre 25% pour des obstacles mineurs. Les résultats de l'enquête pour la Tunisie doivent cependant être nuancés dans la mesure où l'échantillon n'a considéré que des entreprises de grandes tailles. Or, le climat industriel tunisien est constitué d'un nombre non négligeable de petites entreprises qui, elles, continuent à avoir du mal à accéder au financement bancaire. Par ailleurs, la facilité d'accès aux crédits bancaire est souvent liée à la garantie de l'Etat qui poussent les banques à négliger, parfois, la constitution de provisions. A titre d'exemple, dans un échantillon de 1500 entreprises tunisiennes sondées en 2000, le ratio moyen dettes/actifs a dépassé 65% et a atteint 80% dans le secteur de la construction.

Les informations fournies par cette enquête font remarquer aussi que le niveau élevé des taux d'intérêt constitue l'obstacle majeur pour les entreprises dans les deux pays. La réduction de cet obstacle ne peut se faire que par la réduction des coûts d'intermédiation qui sont étroitement liés à la promotion de la concurrence. L'obstacle des taux est d'autant plus important pour les entreprises tunisiennes dont les crédits à

<sup>169</sup> Les taux représentent le pourcentage d'entreprises démarchées pour lesquelles les obstacles sont importants ou modérés.

long terme sont contractés à des taux variables. Ces taux sont indexés aux taux de court terme du marché monétaire ce qui rend ces entreprises très vulnérables à la variation des taux.

Les résultats de l'enquête montrent aussi que les entreprises se plaignent du manque d'informations sur les crédits et des lourdes procédures administratives qui leurs sont liées. Ces deux obstacles montrent le manque de transparence des banques sur les différentes possibilités d'octroi de crédit et la lourde réglementation juridique qui leur est liée et qui est souvent à l'origine de la lenteur de l'activité de financement.

### **2.3 UNE FAIBLE SUPERVISION BANCAIRE .**

Bien qu'un effort considérable ait été accompli dans la mise en place des règles de régulation et de supervision bancaire, leur application effective a besoin d'être renforcée et parfois même clarifiée. Au Maroc par exemple, la loi bancaire délègue l'autorité de contrôle à la Banque Centrale. Mais dans la réalité, le Ministère des Finances continue à avoir un rôle décisif dans l'octroi des licences et la mise en place des sanctions. Les opérations de supervisions en Algérie sont mieux clarifiées, puisque la loi 90-10 relative à la monnaie et au crédit avait prévu dans ses textes le partage de cette mission entre trois institutions<sup>170</sup>. Chaque institution jouit d'une indépendance opérationnelle grâce, en partie, de la qualité de son personnel.

Mais l'effectivité des missions de contrôle reste très limitée devant la non clarté des normes comptables et leur mauvaise application. En outre, les informations comptables et les comptes financiers des banques ne respectent pas les normes locales et sont envoyés avec des retards importants à la direction de contrôle de la Banque d'Algérie ce qui réduit la qualité des missions de supervision<sup>171</sup>.

---

<sup>170</sup> Ces institutions sont : 1) Le Conseil de la monnaie et du Crédit constitué de deux entités collégiales dont une représente le conseil d'administration de la Banque Centrale et l'autre est chargée de l'autorité monétaire. 2) La commission de la Banque Centrale, chargée du contrôle ex-ante et ex-poste. Elle peut aussi imposer des sanctions. 3) La Banque d'Algérie considérée par excellence comme législateur de la réglementation bancaire et financière. Elle effectue aussi les opérations d'audit soit directement ou par l'intermédiaire de sa commission. Les trois institutions sont présidées par le gouverneur de la Banque Centrale.

<sup>171</sup> Durant les années 2001 et 2002, 9 banques et un établissement financier ont fait l'objet d'un contrôle intégral sur place par la commission bancaire de la Banque d'Algérie. Durant l'année 2004, 4 opérations de contrôle ont été effectuées. Des mesures de sanction ont été prononcées à l'encontre d'Algerian International Bank (AIB) en janvier 2002.

*Tableau 15 : Délais de retard dans la transmission des rapports à la Banque d'Algérie\*.*

	<i>Rapport de fin d'année</i>	<i>Rapport d'audit</i>	<i>Information sur les rendements</i>
<i>Banques publiques</i>	31	247,8	122,2
<i>Banques privées</i>	4,4	170,2	17,6
<i>Système bancaire</i>	29,8	244,5	117,7

*Source : IMF, Country Report, n°04/138. Mai 2004*

*\*en nombre de jours.*

En Tunisie, l'autorité de supervision est clairement partagée entre la Banque Centrale et le Ministère des Finances. Le rapport 2002 du Fond Monétaire International souligne les progrès réalisés par la Tunisie en matière de supervision bancaire et encourage les autorités à renforcer ces procédures.

Le manque de personnel qualifié est un autre facteur qui limite l'effectivité de la supervision bancaire au MMA. Cette lacune réduit la fréquence des missions de contrôle et oblige les autorités de supervision à limiter leurs missions à des services bancaires bien précis. En 2002, la direction de contrôle et d'inspection bancaire de la Banque El-Maghrib au Maroc ne comptait que 30 inspecteurs chargés de superviser 21 banques et 50 institutions financières. Ce manque de personnel a obligé la Banque Centrale du Maroc à limiter ses contrôles ex-post à l'audit des comptes et ses contrôles ex-ante (limités en moyenne à une fois tous les 5 ans) à l'examen des portefeuilles de crédit et aux règles prudentielles. Afin de faire face à ces lacunes, la Banque El-Maghrib fait appel à des auditeurs externes employés ponctuellement sous le nom d'auxiliaires de supervision. Mais la responsabilité de ces derniers n'est pas clarifiée dans la mesure où il n'existe pas de circulaire qui définit précisément le rôle de ces auditeurs et leurs missions.

Les règles qui régissent la supervision bancaire présentent les mêmes lacunes au Machrek, notamment en Egypte. En effet, certaines banques ne sont pas enregistrées à la Banque Centrale et échappent de ce fait au respect des règles de supervision<sup>172</sup>. La croissance du nombre de banques en Egypte de 7 banques en 1974 à 61 banques en 2000 répartis en 2379 agences, n'a pas été suivie par la croissance d'auditeurs dans le

<sup>172</sup> Il s'agit de la Banque Internationale Arabe Africaine (BIAA), les branches de la Banque américaine, La Banque Nationale d'Investissement (seuls les fonds d'investissement de cette banque sont contrôlés par la Banque Centrale) et la Banque Social de Nasser qui est supervisée par le Ministère des Affaires Sociales. Cette banque est soumise à une opération de restructuration afin de séparer ses activités charitables de ses activités bancaires.



département de contrôle à la Banque Centrale. Les statistiques de 2002 montrent que le département de supervision comptait 245 auditeurs et il n'a augmenté que de 10% durant les dernières années. Ce nombre important d'agences bancaires face à un nombre d'auditeurs insuffisant permet à certaines banques d'échapper de facto au contrôle des autorités monétaires.

Par Ailleurs, la présence d'un système légal et judiciaire encore inadéquat pousse les banques dans la majorité des cas à éviter de déclarer leur mauvaise situation financière. Les procédures de recouvrement des crédits sont en effet, très lentes et peuvent prendre plusieurs années. Souvent, les banques continuent à offrir des crédits à leurs clients, notamment les privilégiés d'entre eux, malgré la faible faisabilité des projets présentés et le manque de garanties. Même lorsque les problèmes financiers de la banque sont déclarés, les procédures légales restent floues et leur application très lente.

En résumé, les règles de supervision en Egypte sont appliquées juste pour prévenir les situations de défaillance bancaire. La Banque Centrale continue à prendre en charge le mauvais portefeuille des banques. Les banques continuent ainsi à exercer sans se soucier de leur mauvaise situation financière au point qu'il nous est difficile de distinguer entre une banque solvable et une banque défaillante. La nouvelle loi bancaire de juillet 2003 tente de remédier à certaines lacunes mais les décrets d'application n'ont pas été promulgués jusqu'à nos jours.

#### ***2.4 UN CADRE LEGISLATIF TROP RESTRICTIF.***

Afin de renforcer la solidité du système financier, le législateur dans la région du MMA, a donné une grande importance à la réglementation bancaire et ce, par la promulgation de nouvelles lois qui ont visé la promotion de l'activité financière dans divers domaines. Un intérêt particulier a été donné toutefois à l'allégement des restrictions sur les banques et les entreprises, la consolidation de la supervision bancaire, la redynamisation du marché des changes et de capitaux et enfin la reconnaissance de la suprématie de la Banque Centrale dans la conduite de la politique monétaire. Mais malgré ces efforts, la réglementation financière manque encore de souplesse et continue à être considérée par les analystes de la libéralisation comme relativement restrictive, Grais et Kantur (2003).

La fondation Héritage<sup>173</sup> fournit dans ce sens un indice qualitatif qui mesure le degré de restrictivité des réglementations bancaires et financières dans un certain nombre de pays. En ce qui concerne la région du MMA, les pays dont le secteur étatique reste encore dominant, présentent une réglementation très restrictive (Algérie et Egypte). Cette proportion est même plus élevée que celle enregistrée durant la moitié des années quatre-vingt-dix (Algérie). Dans d'autres pays, les réformes n'ont eu aucun effet positif sur l'amélioration de la législation (Maroc et Tunisie) alors que dans d'autres les restrictions liées à la réglementation bancaire ont été presque toutes supprimées (Jordanie). A titre de comparaison, aucun pays émergent asiatique ne présente une législation restrictive (sauf la Malaisie). Les restrictions sont soit modérées ou faibles. De même 70% des pays de l'OCDE présentent une législation financière faiblement restrictive.

*Tableau 16 : Niveau de restrictivité de la législation bancaire et financière.*

<i>Milieu et fin des années quatre vingt dix</i>	<i>En 2003</i>			
		<i>Faible ou très faible</i>	<i>modéré</i>	<i>Elevé ou très élevé</i>
	<i>Faible ou très faible</i>		Maroc, Tunisie	Algérie
	<i>modéré</i>	Jordanie		
	<i>Elevé ou très élevé</i>			Egypte

*Source: Fondation Héritage, extrait de la base de données sur l'indice de liberté économique.*

L'importance des restrictions dans la législation financière au MMA, n'enlève en rien les efforts déployés par ces pays dans ce domaine. L'introduction ou le renforcement de la régulation prudentielle et de supervision bancaire et son alignement aux normes internationales montre bien la volonté de ces pays de renforcer la solidité de leur système bancaire. Mais ces efforts restent insuffisants devant la fragilité bancaire caractérisée par l'importance des crédits irrécouvrables. En effet, les données de 2002 indiquent que le pourcentage des crédits irrécouvrables par rapport à l'ensemble des crédits est de 20% en Tunisie, 18% au Maroc et 16% en Egypte<sup>174</sup>.

<sup>173</sup> La fondation Héritage est un Institut de Recherche en Economie Publique. Elle a été fondée en 1973 dans le but de formuler et promouvoir les politiques publiques. Son siège se trouve à Washington.

<sup>174</sup> Les crédits non performants étaient de 30% en Tunisie en 1997. L'importante baisse des crédits non productifs est liée à leur apurement et leur cession à des sociétés de recouvrement d'actifs ainsi que par la prise en charge de l'Etat de ces crédits pour les entreprises publiques.

Par ailleurs, certains auteurs tels que La Porta et al... (1998), soulignent l'importance d'une législation de crédit adéquate pour le développement du marché des crédits. Une telle loi, permettra d'absorber les dommages collatéraux induit d'une faillite bancaire et de protéger par conséquent les créanciers. L'indice de protection des créanciers calculé par La Porta et al... (1998) indique que la situation des créanciers au MMA varie selon les pays. Ils sont bien protégés en Algérie, moyennement protégés au Maroc et faiblement protégés en Tunisie, en Jordanie et en Egypte. Cette observation nous permet d'avancer que le système légal au MMA n'est pas aussi défavorable pour les créanciers. Celui-ci doit toutefois être renforcé afin d'assurer le maintien de confiance dans le système.

Tableau 17: *cadre légal et indicateurs d'infrastructure financière.*

	<i>Indice des droits des créanciers<sup>175</sup></i>	<i>Indicateur du rôle de la loi<sup>176</sup></i>	<i>Qualité des crédits publics<sup>177</sup></i>
<i>Algérie</i>	3	-0.5	..
<i>Maroc</i>	2	0.1	17
<i>Tunisie</i>	0	0.3	36
<i>Egypte</i>	1	0.1	50
<i>Jordanie</i>	1	0.3	67
<i>Pays émergents</i>	<i>Indice des droits des créanciers</i>	<i>Indicateur du rôle de la loi</i>	<i>Qualité des crédits publics.</i>
<i>Malaisie</i>	2	0.4	44
<i>Philippines</i>	1	-0.5	..
<i>Singapour</i>	3	2.3	..
<i>Thaïlande</i>	3	-0.2	..
<i>OCDE à revenu élevé</i>	2	1.6	78

Sources: World Bank, Governance Dataset (Rule of Law); et "Doing Business" indicators, 2003 (Creditor rights & quality of public credit registry).

<sup>175</sup> L'indicateur des droits des créanciers est basé sur la méthodologie de La porta et al (1998). Cet indicateur mesure la protection des créanciers contre les dommages liés aux opérations de liquidation. Il permet de tenir compte de : degré des restrictions dans les demandes de révisions des contrats de crédits, du degré de protection des créanciers contre les dommages collatéraux en cas de décision de révision du crédit du débiteur, si le créancier est remboursé en premier et si un responsable administratif a été désigné afin de gérer les opérations courantes durant les opérations de liquidation. Cet indicateur varie entre 0 et 4

<sup>176</sup> L'indicateur du rôle de la loi comprend plusieurs indices qui mesurent le degré de confiance des agents dans la réglementation. Parmi ces indicateurs, nous pouvons citer la fréquence des crimes, l'effectivité et la prévisibilité des décisions judiciaires et le degré d'application des contrats (voir Kaufmann et al, 2003). Cet indicateur varie entre -2,5 et 2,5

<sup>177</sup> L'indicateur de la qualité des crédits consiste à affecter des scores à un ensemble de questions et d'additionner par la suite ces scores. Les questions concernent un certain nombre de sujet comme les pénalités réglementaires relatives au manque d'exactitude des rapports envoyés, la capacité du consommateur à examiner les informations fournis par les institutions financières, l'obligation de répondre aux plaintes des emprunteurs, le respect des délais dans l'envoi des rapports par les institutions financières et la disponibilité des données afin de les distribuer dans les délais. Cet indicateur varie entre 0 et 100.

L'indicateur relatif au « rôle de la loi » assemblé par Kaufmann et al. (2003) pour la Banque Mondiale, montre que le degré de confiance aux gouvernements du MMA est très faible par rapport aux pays émergents et de l'OCDE. L'Algérie présente dans ce sens un exemple intéressant dans la mesure où la forte protection des créanciers dans ce pays n'a pas amélioré pour autant la confiance des agents dans le système. Cette situation peut trouver son explication dans le fait que les principaux créanciers en Algérie sont des banques publiques qui bénéficient de la garantie de l'Etat.

L'exemple de l'Algérie nous montre ainsi que l'amélioration de la législation est une condition nécessaire mais non suffisante. Le développement du système financier semble aller au-delà des réformes; il concerne aussi le rétablissement de la confiance aux gouvernements qui ne peut se réaliser que si ces derniers retrouvent leur crédibilité auprès des agents.

Il apparaît ainsi que les effets de la libéralisation sur le développement financier, restent mitigés entre des résultats macro-financiers encourageants (croissance de l'épargne financière et du crédit privé) et des obstacles micro-financiers qu'il faut réduire. La réduction de ces obstacles doit prendre en compte l'interdépendance entre le système financier et les autres secteurs de l'économie. Toute négligence risquerait de retarder le développement financier et de faire durer ainsi les réformes.

L'analyse des résultats de réformes au MMA montre ainsi que l'amélioration du développement financier n'a concerné qu'un faible aspect de l'activité bancaire (taux réels positifs, croissance de l'épargne financière et des crédits au secteur privé). L'application effective des autres instruments de réformes s'est heurté au faible environnement financier et au cadre législatif très restrictif en présence. Ces principaux obstacles ont constitué une barrière à l'entrée aux banques étrangères ce qui a réduit la concurrence. Par ailleurs, le système financier continue à montrer des faiblesses au niveau de l'application des règles prudentielles et de supervision bancaire.

Cette analyse montre ainsi que le développement du système financier au MMA est prometteur mais n'est pas encore acquis. Seule la Jordanie se distingue du groupe par des résultats comparables à ceux des pays émergents. Après une décennie de réformes, voir deux dans certains pays (Tunisie, Maroc), les réformes continuent à être appliquées. Cette lenteur dans l'obtention de résultats satisfaisants nous pousse à nous

orienter vers l'étude des raisons d'une telle lenteur. L'amélioration du niveau de développement financier en Jordanie après une décennie de réformes nous a poussés à nous interroger aussi sur les raisons de cette réussite. Autrement dit, nous cherchons à savoir pourquoi les réformes en Jordanie ont eu une durée plus courte que celles au Maroc et en Tunisie par exemple ?. Pourquoi l'objectif d'approfondissement financier n'a pas été atteint en Egypte alors qu'elle a entamé les réformes à la même période que la Jordanie ?. Quels sont les facteurs qui ont influencé les réformes dans ces pays?. Afin de répondre à toutes ces questions, nous utiliserons une analyse par les modèles de durée.

## ***SECTION 2 : ANALYSE EMPIRIQUE DES DUREES DE REFORMES FINANCIERES AU MMA.***

L'objectif de cette section est d'analyser les éléments qui influent le développement du système financier au Maghreb et au Machrek arabe. Cette analyse consiste à utiliser des modèles qui sont rarement utilisés, à notre connaissance, en économie monétaire et financière. Il s'agit des modèles de durée.

Le choix de ces modèles découle de trois constatations: la première est celle de remarquer que pour un ensemble de pays ayant commencé des réformes financières à la même période, ces pays n'atteignent pas, en même temps, le même niveau de développement financier. La durée des réformes est différente selon les pays. L'explication de cette différence temporelle peut se faire par les modèles de durée. La deuxième vient du fait que le développement du système financier semble souvent retardé par divers facteurs économiques, politiques et sociaux qu'il ne faut pas négliger. La troisième est liée à la particularité des modèles de durée. En effet, ces modèles sont caractérisés par leur souplesse dans le sens où ils n'exigent pas un grand nombre d'observations.

Afin que l'utilisation des modèles de durée soit possible, nous avons été amenés à élargir notre échantillon à d'autres pays ayant suivi le même type de réformes (libéralisation). Mais en raison du manque de données, nous avons été limités en nombre d'observations. Ainsi notre observation s'achève en 2000 pour un échantillon de 34 pays. Ce nombre d'observation est considéré (dans la littérature) comme suffisant

pour l'application des modèles de durée. Dans notre analyse, nous essayons de répondre à deux questions. La première est celle de se demander si la réussite de la libéralisation financière est liée à sa durée et la seconde est celle de déterminer, par une analyse paramétrique, les facteurs qui peuvent expliquer à la fois la durée des périodes de libéralisation et leur réussite.

## **1. PRESENTATION DES MODELES DE DUREE ET ANALYSE NON PARAMETRIQUE .**

L'analyse économétrique des modèles de durée est une technique qui date des années trente. Elle a été appliquée à l'origine dans les analyses des sciences de la nature tels que la durée de la vie des malades ayant subis une opération ou encore la durée des services des composantes électrotechniques. Durant les deux dernières décennies, les modèles de durée ont été progressivement introduits dans l'analyse des sciences économiques et largement appliqués dans la mobilité spatiale et professionnelle tels que la durée d'emploi [Petersen (1986a et 1986b)], la durée du chômage [Joutard et Wequin (1992), Terracol (2001)], le processus de recherche d'emploi, [Monmarquette et al, (1996)] et la migration [Zhu (1991 et Zhu Nong (2002)].

Nous entendons par durée, la période passée dans un état donné. Nous pouvons traiter la durée comme n'importe quelle variable continue positive et effectuer les estimations simplement par la méthode des moindres carrées ordinaires (*MCO*). Mais dans ce cas, nous devons supposer que toutes les durées observées sont finies ce qui n'est pas toujours le cas dans les modèles de durée. Dès lors, l'estimation de ces modèles en *MCO* pose plusieurs problèmes liés à la nature même de la variable à expliquer :

1 - La durée est toujours positive ou nulle. Or, les erreurs en *MCO* sont distribuées de moins l'infini à plus l'infini.

2 – La spécificité des modèles de durée est qu'à la dernière période dite aussi période d'observation, certains individus ne sont pas encore sortis de l'état dans lequel ils se trouvent (dans notre cas la situation de libéralisation financière). Nous ne disposons pas

dès lors d'informations sur la durée mais seulement sur l'ancienneté de l'individu dans cet état. Nous ne savons pas a priori combien de temps l'individu persistera encore dans l'état étudié. Dans ce cas, nous parlerons d'une durée censurée à droite. L'ancienneté est toujours inférieure ou égale à la durée. L'utilisation des *MCO* en cas de censure n'est donc pas adéquate et l'estimation sera biaisée. Il est ainsi nécessaire d'avoir recours aux modèles de durée qui permettent de prendre en compte et d'estimer les variables associées aux individus dont la durée n'est pas achevée à la période d'observation.

Les données de notre échantillon présentent ces caractéristiques puisqu'en 2000, date de fin d'observation, plusieurs pays sont encore en phase de réformes et nous ne savons pas avec certitude combien de temps encore les réformes vont -ils durés d'où la nécessité de recourir à une estimation par les modèles de durée.

### **1.1 LES FONDEMENTS THEORIQUES DE L'ANALYSE DES DUREES.**

Dans les modèles de durée, le temps n'est pas considéré comme une variable continue quantitative comme est le cas des *MCO* mais plutôt comme le résultat d'un processus stochastique. Ce processus rend compte des dates de changement de statut d'un individu. Dans notre cas, il s'agit du passage d'une situation de répression financière à une situation d'approfondissement financier. La durée d'une situation est tout simplement l'écart entre la date du début et la date de fin de l'état étudié. Les caractéristiques de l'évolution d'un état à un autre conduisent à définir les lois de probabilités relatives aux modèles de durée.

#### **1.1.1 LES FONCTIONS DE BASE.**

Il existe deux fonctions principales pour caractériser la loi d'une durée.

\* *La fonction de survie* : elle désigne la probabilité que la durée soit supérieure à  $t$ , soit :

$$S(t) = \int_t^{\infty} f(u)du = 1-F(t) \quad (1)$$

Où  $f(t)$  est la durée de probabilité et  $F(t)$  sa fonction de répartition.

\* *La fonction de hasard* : elle désigne la probabilité que la durée soit comprise entre  $t$  et  $t+dt$ , sachant que  $t+dt$  est plus grand que  $t$ , soit :

$$h(t) = \frac{f(t)}{S(t)} \quad (2)$$

$h(t)$  représente le taux instantané de sortie de l'état dans lequel on se trouve. Dans notre cas, le taux instantané de sortie correspond à la probabilité conditionnelle de sortie de l'état de libéralisation, c'est à dire d'atteindre une situation d'approfondissement financier à l'instant  $t$  sachant que les pays de notre échantillon ont vécu dans une situation de libéralisation financière jusqu'en  $t$ . Des relations simples peuvent être déduites des deux équations précédentes.

$$h(t) = -\frac{d}{dt} \log S(t) \quad (3)$$

$$S(t) = \exp \left[ -\int_0^t h(u) du \right] \quad (4)$$

Les fonctions de survie et/ou les taux instantanés de sortie peuvent avoir des formes très différentes selon les cas étudiés. Cette différence résulte des caractéristiques particulières des individus observés. Les fonctions de hasard peuvent être estimées par des méthodes dites non paramétriques alors que la détermination de l'influence des variables exogènes sur ces fonctions ne peut se faire que par des modèles paramétriques ou semi-paramétriques.

Les modèles non paramétriques ne tiennent pas compte des variables exogènes. Dans ce cas la probabilité instantanée de sortie de l'état dans lequel on se trouve ne dépend que de la durée de séjour ou du temps passé dans cet état. Dans l'analyse semi-paramétrique, la fonction de hasard est divisée en deux parties : la première dépend uniquement de la durée passée dans l'état étudiée et la seconde ne dépend que de certaines variables indépendantes de cette dernière. La forme fonctionnelle de cette deuxième partie est une forme exponentielle alors que celle de la première n'est pas



spécifiée. Dans l'analyse paramétrique, une formalisation précise de la fonction de hasard est spécifiée. Ces trois modèles seront présentés successivement ci-dessous.

### **1.1.2 LES ESTIMATIONS NON PARAMETRIQUES.**

Les modèles non paramétriques permettent d'estimer la probabilité de sortie de l'état à chaque période pour l'ensemble des individus étudiés. Ils calculent la probabilité de changement de situation pour les individus dont les données sont censurées à droite. L'avantage de ces modèles réside dans le fait qu'ils ne nécessitent pas de postuler une loi de probabilité spécifique pour les durées. La méthode d'estimation la plus connue est celle de Kaplan-Meier.

Soit  $d_i$  le nombre de périodes non censurées et  $m_i$  le nombre de périodes censurées. La fonction de hasard  $h(t_j)$  est la probabilité de sortie de l'état à la durée  $t_j$ , étant donnée que l'individu a atteint l'année  $t_j$ . L'estimateur naturel de  $h(t_j)$  est donné par :

$$\hat{h}(t_j) = \frac{d_j}{n_j} \quad (5)$$

$$\text{avec } n_j = \sum (m_j + d_j)$$

La fonction de hasard est donc égale au rapport entre le nombre d'observation connaissant l'événement (dans notre cas l'approfondissement financier) à la durée  $t_j$  et le nombre d'observation à risque à la durée  $t_j$ . L'estimateur de la survie dans l'état, appelé estimateur Kaplan-Meier est de la forme :

$$\hat{S}(t_j) = \prod_{i=1}^j \frac{(n_i - g_i)}{n_i} = \prod_{i=1}^j (1 - \hat{h}(t_i)) \quad (6)$$

Si certaines durées sont censurées à droite, il faut adapter la notion d'ensemble à risque. Celui-ci est défini comme le nombre  $r_j$  d'observations ni sorties, ni censurées avant  $t_j$ . Dans le cas où l'on peut observer un nombre  $d_j$  (supérieur à 1), de sorties à chaque date  $j$ , l'estimateur de Kaplan-Meier pour le hasard à la date  $j$  est  $d_j/r_j$  et celui de la survie est :

$$S(t_j) = \prod_{t_j \leq t} \left(1 - \frac{d_j}{r_j}\right) \quad (7)$$

la fonction de hasard cumulé peut être estimée par la formule suivante :

$$\hat{H}(t_j) = \sum_{i \leq j} \hat{h}(t_i) \quad (8)$$

Cette fonction est appelée estimateur de Nelson-Aalen. La présentation graphique des courbes  $\hat{H}(t_j)$  permet de choisir la distribution paramétrique des processus étudiés. Seule leur pente indique l'intensité des événements, leur niveau n'a pas d'interprétation simple (Lelievre et Bringe, 1998).

### **1.1.3 LES ESTIMATIONS SEMI-PARAMETRIQUES : MODELES A HASARD PROPORTIONNEL**

Les modèles semi-paramétriques permettent de faire dépendre la fonction de hasard des caractéristiques individuelles sans imposer une formalisation à l'effet de durée. Autrement dit, ces modèles ne donnent pas une spécificité à la structure du hasard mais juste une forme de l'aléa tout en introduisant des variables explicatives.

Ainsi, Dans ces modèles la probabilité de sortie de l'état est influencée de la même manière que celle induite par les variables explicatives et ce quelle que soit la durée considérée. Une variation de  $x\%$  d'une variable induira un changement  $y\%$  de la fonction de hasard quel que soit le point de temps. Pour chaque période on obtient :

$$h(t) = h_0(t)\varphi(X, \beta) \quad (9)$$

Où  $h_0(t)$  est le hasard de base, c'est à dire celui qui correspond à une valeur nulle de toutes les variables explicatives.  $\varphi(X, \beta)$  est une fonction positive des variables exogènes  $X$  et  $\beta$  et un vecteur de paramètres. On suppose généralement que  $\varphi(X, \beta) = \exp(X, \beta)$ .

Cette spécification suppose que l'effet des variables explicatives  $X$  sur la probabilité conditionnelle de sortie de l'état ne dépend pas du temps. Ceci veut dire que

si on considère des valeurs de  $X$  différentes et qui correspondent à des individus distincts, le rapport des taux de hasard entre deux individus est constant dans le temps mais il dépend des caractéristiques de ceux-ci. Ces modèles à hasard proportionnel prennent la forme suivante :

$$-\alpha \log(t) = X\beta + \varepsilon \quad (10)$$

On peut imposer une forme paramétrique à la fonction de hasard de base, mais on peut également ne pas le faire. Dans ce dernier cas, l'estimation des paramètres  $\beta$  est obtenue par la maximisation de la fonction de vraisemblance partielle et l'estimation est dite semi-paramétrique (Kalbfleish et Prentice, 1980).

L'estimation semi-paramétrique donne l'influence des variables explicatives sur le taux de sortie de l'état, c'est à dire qu'un coefficient positif doit s'interpréter comme un effet positif sur la probabilité de sortie de l'état ou encore une influence négative sur la durée.

#### **1.1.4 LES ESTIMATIONS PARAMETRIQUES : MODELES A HASARD ACCELERE .**

Dans les modèles paramétriques, on impose une forme de distribution au hasard de base. Dans ce cas, on peut écrire la vraisemblance de l'échantillon observé et estimer ses paramètres (qui peuvent dépendre des variables exogènes) par maximisation. La loi de référence est la loi exponentielle. Elle est la seule à avoir un hasard constant dans le temps. Le hasard est indépendant de la durée, il est aussi le seul paramètre de la loi.

La loi weibull généralise la loi exponentielle. La durée  $Y$  de cette loi est supposée telle que  $Y^\alpha$  suit une loi exponentielle de paramètre  $\theta$ . On se retrouve donc avec une loi à deux paramètres  $\alpha$  et  $\theta$ . Le hasard de la loi weibull est monotone croissant dans le temps si  $\alpha > 1$  et décroissant si  $\alpha < 1$ . La loi exponentielle est une forme particulière de la loi Weibull. Elle est obtenue lorsque  $\alpha = 1$ .

De ce fait, nous pouvons dire que la loi Weibull est une fonction exponentielle à taux de hasard constant, mais à chaque période, le temps écoulé est supérieur ou inférieur au temps réel. De ce fait, on obtient une probabilité de sortie croissante ou décroissante avec la durée selon que le temps de la loi weibull passe plus ou moins

rapidement. D'une façon générale, les modèles paramétrique s'écrivent sous la forme suivante :

$$\log t = \alpha + X\beta^* + \sigma W \quad (11)$$

$\alpha$  est le paramètre de la fonction et  $W$  sa variable aléatoire dont la loi définit la loi suivie par  $\log t$  selon  $X$ . Dans ces modèles, on spécifie au départ la forme du taux de hasard dont la fonction est choisie selon les familles de distribution ci-dessous.

*Tableau 18 : Les principales distributions paramétriques de durée •*

<i>Les lois de distribution</i>	<i>Fonctions de hasard</i>	<i>Fonctions de survie</i>
<i>Exponentielle</i>	$\theta(t) = \theta$	$S(t) = e^{-\theta t}$
<i>Weibull</i>	$\theta = \theta p (\theta t)^{(p-1)}$	$S(t) = e^{-(\theta t)^p}$
<i>Log logistique</i>	$\theta(t) = \frac{\theta p (\theta t)^{p-1}}{1 + (\theta t)^p}$	$S(t) = \frac{1}{1 + (\theta t)^p}$
<i>Log normal</i>	$f(t) = \left(\frac{p}{t}\right) \phi[p \ln(\theta t)]$	$S(t) = \phi[p \ln(\theta t)]$

La différence entre les modèles à hasard proportionnel et les modèles à hasard accéléré, réside dans l'impact que peuvent avoir les variables explicatives. Dans les modèles à hasard proportionnelle, elles ont un effet multiplicatif sur la fonction de hasard (le temps n'est donc pas réellement pris en compte), alors que dans les modèles à vie accélérée, elles ont un effet multiplicatif sur la durée (ou un effet additif sur le logarithme de la durée).

Dans les modèles à vie accélérée, on tient compte de l'effet des différentes variables explicatives sur la durée. Un coefficient négatif doit s'interpréter comme un effet positif sur la probabilité de sortie de l'état ou encore comme une influence négative sur la durée.

## 1.2 LA PRISE EN COMPTE DE L'HÉTÉROGÉNÉITÉ NON OBSERVÉE.

L'hétérogénéité non observée apparaît lorsque les différences existant entre les individus ne sont pas captées par les variables explicatives. Autrement dit, lorsque la différence entre les individus n'est pas bien observée. En effet, certains attributs personnels ne sont pas identifiables et constituent par conséquent une source d'hétérogénéité inobservable. La négligence de cette hétérogénéité peut être considérée comme une mauvaise spécification [Green (1997, pp 995-996)] et risque de biaiser les paramètres estimés et la fonction de hasard. La vérification d'absence d'hétérogénéité inobservable est indispensable même si un test de spécification du modèle tel que le test de Ramsey-Reset, conclut à l'absence de variables omises.

La prise en compte de l'hétérogénéité inobservable, consiste traditionnellement à supposer que la fonction de survie est conditionnelle à des effets spécifiques individuels inobservables  $v_i$  et de choisir une forme fonctionnelle pour l'hétérogénéité  $f(v_i)$ . Cette fonction de survie conditionnelle est notée  $S(t/v)$ . La fonction de survie totale s'écrit :

$$S(t) = \int_v f(v) S\left(\frac{t}{v}\right) dv \quad (12)$$

Une fois que la fonction de survie est déterminée, deux autres étapes sont encore indispensables. La première consiste à retenir une spécification pour  $f(v_i)$ . On suppose en général que  $v$  suit une distribution Gamma<sup>178</sup> ayant pour moyenne 1 et pour variance  $\sigma^2 = 1/k$ .

$$\text{On pose ainsi : } f(v) = \frac{k}{\Gamma(k)} e^{-kv} v^{k-1} \quad \text{où } \Gamma(k) = \int_0^\infty x^{k-1} e^{-x} dx.$$

La deuxième étape consiste à choisir le modèle de durée dans lequel on introduit la fonction qui tient compte de l'hétérogénéité. Il peut s'agir d'un modèle paramétrique tel que le modèle weibull ou semi paramétrique appelé dans ce cas modèle à hasard mixte (Jenkins, 1995). La différence entre ces deux modèles est que le modèle

à hasard mixte n'impose pas de forme fonctionnelle au hasard comme pour le modèle semi-paramétrique de base.

### **1.3 LES VARIABLES EXOGENES VARIANT DANS LE TEMPS.**

Jusqu'à une date récente, l'utilisation des modèles de durée n'a concerné que les variables qui mesurent des caractéristiques constantes au cours de la période d'observation. L'extension de ces modèles aux variables  $X(t)$  qui varient dans le temps n'a été envisagée que vers la fin des années quatre-vingt. Dans ce cas, la seule méthode qui permet de tenir compte de cette caractéristique est de créer autant de variables que de sous-périodes pendant lesquelles  $X$  est constante. Le modèle sera ainsi conditionné selon le changement de valeurs de ces variables. En principe, cette gymnastique ne doit pas poser de difficultés majeures si les intervalles de variation des variables sont relativement grands. Le modèle risque, cependant, de devenir difficile à estimer si on introduit plusieurs variables de ce type. Le nombre de coefficient à estimer peut en effet, devenir très important. A ce propos, (Kiefer, 1988) note qu'on ne peut pas effectuer une interprétation simple des coefficients. En effet, l'identification est délicate en ce sens que l'effet des régresseurs est difficile à séparer d'une possible dépendance avec la durée. Pour que les estimations soient précises, il faut donc que les intervalles de temps de changement de valeurs de la variable soient substantiellement différents entre les individus.

Après ce bref rappel des hypothèses théoriques des estimations des modèles de durée, nous allons dans une première étape, analyser les durées des périodes de réformes par les techniques non paramétriques qui permettent de donner un premier aperçu de la forme de hasard et de tirer quelques conclusions d'ordre descriptif. La deuxième étape, sera consacrée aux estimations paramétriques qui nous aideront à percevoir l'impact des variables macroéconomiques sur ces durées.

---

<sup>178</sup> La loi Gamma s'écrit :  $f(t) = \frac{k}{\Gamma(k)} e^{-kv} v^{k-1}$  où  $\Gamma(k) = \int_0^{\infty} x^{k-1} e^{-x} dx$

## ***2. ANALYSE NON PARAMETRIQUE ET PARAMETRIQUE DES DUREES DES REFORMES.***

L'analyse des modèles de durée se base sur un échantillon de 34 pays ayant tous suivis des réformes financières. Bien que le choix de l'échantillon ait été conditionné par la disponibilité des données, nous avons tenu compte du critère de continuité dans les réformes. C'est à dire que nous avons éliminé les pays qui ont abandonné les réformes et nous n'avons retenu que ceux dont les réformes continuent d'une façon plus ou moins lente. Notre souci est de savoir pourquoi ces réformes prennent plus de temps dans certains pays alors que d'autres ont atteint l'objectif d'approfondissement financier à la date d'observation.

### ***2.1 CALCUL DE L'INDICE DU DEVELOPPEMENT FINANCIER.***

La première étape à prendre en considération dans notre analyse est celle de définir la date à partir de laquelle nous considérons que les réformes financières ont été engagées. Etant donnée les débats relatifs à la définition de la libéralisation financière, nous choisissons comme référence la date de déréglementation des taux d'intérêt bancaires. Ce choix vient de la définition de la libéralisation financière avancée par les adeptes de cette théorie et qui lie la libéralisation à celle des taux d'intérêt. Une fois cette référence choisie, la durée sera calculée pour chaque pays à partir de la date de la libéralisation des taux bancaires et jusqu'à l'année 2000. Nous avons choisi d'arrêter notre observation à cette date en raison du manque de données pour certains pays.

La mesure de l'état de sortie de la situation de répression financière considérée dans notre cas comme l'amélioration du niveau d'approfondissement financier, a été mesuré par le calcul d'un indice que nous appellerons indice de développement financier. Cet indice a été obtenu à partir de cinq indicateurs bancaires qui sont : les crédits alloués au secteur privé, la masse monétaire M2, la quasi monnaie, la base monétaire et enfin les dépôts. Les quatre premières variables ont été rapportées au produit alors que la dernière variable a été calculée en pourcentage de la base monétaire. Le choix de ces indicateurs n'est pas arbitraire, il est lié en effet, aux mesures de l'approfondissement financier utilisées par les adeptes de la théorie de la libéralisation financière.

Le calcul de l'indice de développement financier a suivi deux étapes. La première étape a consisté à calculer pour chaque pays  $i$ , cinq indicateurs normalisés  $X_j^{i*}$  à partir des  $X_j^i$  ( $i = 1, \dots, 34$  et  $J = 1, \dots, 5$ ) correspondant aux variables citées ci-dessus tels que :

$$x_j^{i*} = \frac{x_j^i - \bar{x}_j}{\bar{x}_j}$$

Où  $\bar{x}_j$  est la moyenne de l'indicateur  $j$  sur les 34 pays (voir la liste des pays dans l'annexe 1 du chapitre 6).

Le numérateur qui représente l'écart entre le pays  $j$  et la moyenne des autres pays, peut être positif lorsque le pays possède un indicateur supérieur à la moyenne sur les 34 pays et négatif dans le cas inverse. Les résultats obtenus par cet indice permettent alors de connaître la situation de chaque pays. Une fois les indicateurs calculés, l'indice global de développement financier correspondra simplement à la moyenne arithmétique des cinq indicateurs.

$$y_i = \frac{1}{5} \sum_{j=1}^5 x_j^{i*}$$

La deuxième étape consiste à calculer la médiane pour le groupe de pays ayant l'indice le plus élevé ( $>0,5$ ) et le groupe de pays ayant l'indice le plus faible ( $<-0,5$ ). Nous avons par la suite calculé la différence entre l'écart type et la médiane du 2<sup>ème</sup> groupe par rapport au premier ce qui nous a permis de fixer deux bornes, une borne supérieure égale à 0,57 et une borne inférieure égale à -0,1. la fixation de ces deux bornes nous facilite la classification des pays en trois catégories différentes :

Pays à développement financier élevé, l'indice est supérieur à 0,57.

Pays à développement financier modéré, l'indice est compris entre  $[-0,1 \text{ et } +0,57]$ .

Pays à développement financier faible, l'indice est inférieur à -0,1.

La classification des pays par niveau de développement financier est représentée dans le tableau 19 ci-dessous.



Tableau 19 : Catégories de développement financier.

<i>Pays à développement financier relativement élevé</i>	<i>Pays à développement financier modéré</i>	<i>Pays à développement financier faible</i>
<i>Jordanie, Malaisie, Maroc, Tchèque, Thaïlande,</i>	<i>Tunisie, Egypte, Argentine, Chili, Sri Lanka, Kenya, Hongrie, Bulgarie, Philippines, Indonésie, Corée.</i>	<i>Algérie, Zimbabwe, Bénin, Cote d'Ivoire, Mali, Sénégal, Madagascar, Gambie, Turquie, Togo, Burundi, Nigeria, Malawi, Centre Afrique, Uruguay, Tchad, Ghana, Cameroun,</i>

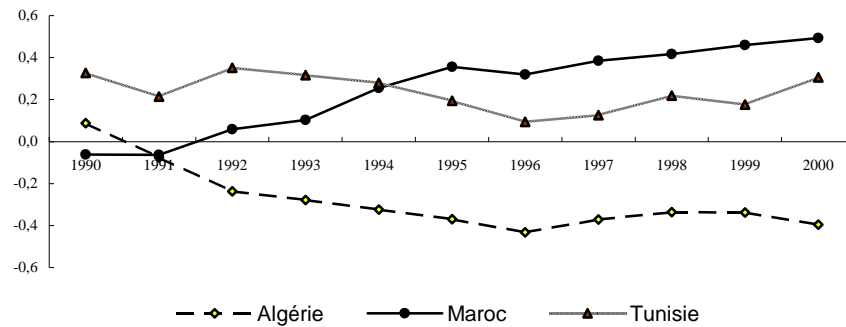
La lecture du tableau 19 permet de remarquer que seulement cinq pays de l'échantillon sont arrivés à atteindre un niveau de développement financier raisonnable. La décision de sortie sera donc exprimée par la construction d'une variable muette qui prendra la valeur 1 pour les pays ayant réalisé un approfondissement financier à la date d'observation et la valeur 0 sinon.

Il faut noter cependant, que la classification que nous obtenons par le calcul de cet indice est différente de celle obtenue par le Fonds Monétaire International. En effet, l'étude effectuée en 2003 par Creane et all... sur le développement financier au Moyen Orient, classe le Maroc et l'Algérie dans la catégorie des pays à développement financier modéré. Cette différence de classification n'est pas étonnante dans la mesure où Creane et all... ont utilisé plus de 100 indicateurs quantitatifs et qualitatifs tenant compte de tous les aspects du développement financier dans ces pays. Parmi ces indicateurs nous pouvons citer, la qualité de la supervision bancaire, le développement des institutions financières non bancaires, l'ouverture du système financier vers l'étranger ou encore l'environnement légal et institutionnel. Mais la difficulté que nous avons rencontrée dans la collecte des données qualitatives pour notre échantillon, nous a conduit à limiter le calcul de notre indice aux indicateurs quantitatifs. L'importante croissance de ces indicateurs suite à la libéralisation pour le Maroc explique en grande partie pourquoi ce pays est classé dans la catégorie des pays à développement financier élevé.

Le calcul de cet indice permet ainsi de percevoir l'évolution du niveau de développement financier au MMA. Cette évolution est représentée dans les deux graphiques ci-dessous qui montrent l'évolution croissante du développement financier au Maroc et en Jordanie et dans une moindre mesure en Tunisie et en Egypte. Ces deux

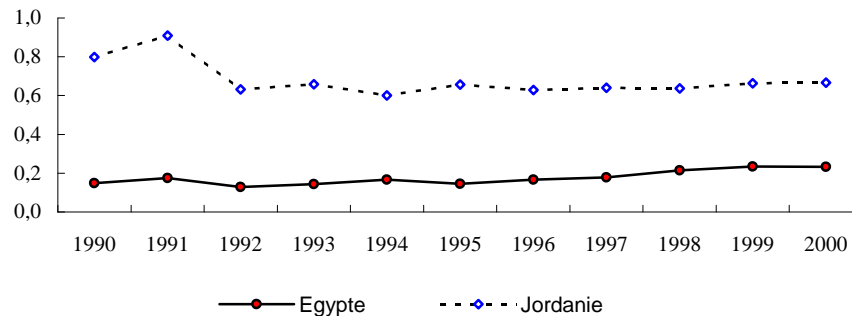
graphiques montrent aussi la difficulté du système financier algérien à atteindre un niveau de développement comparable à celui de ses voisins.

*Graphique 2 : Evolution de l'indice de développement financier au Maghreb.*



Source : Graphique construit à partir des données des Statistiques Financières Internationales, 2004.

*Graphique 3 : Evolution de l'indice de développement financier au Machrek.*



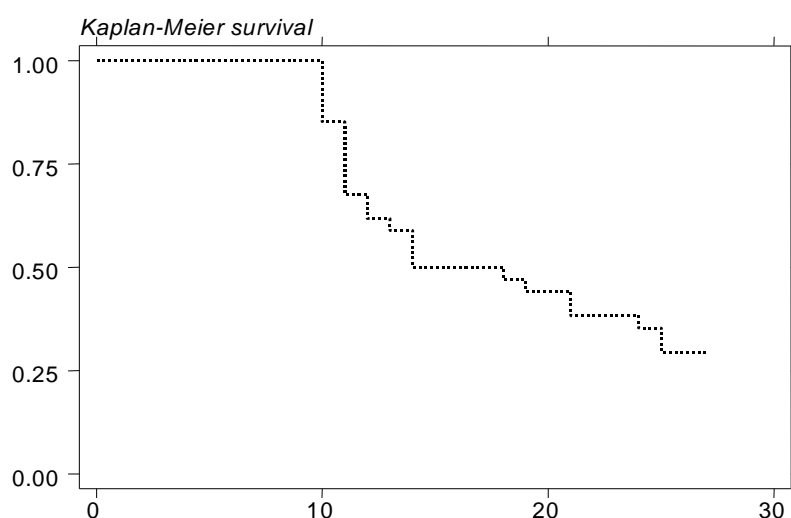
Source : Graphique construit à partir des données des Statistiques Financières Internationales, 2004.

## 2.2 LE MODELE DE KAPLAN-MEIER.

Le modèle de Kaplan-Meier est la méthode d'estimation non paramétrique la plus utilisée dans les modèles de durée. Il permet de visualiser la probabilité cumulée de persister dans la situation de réformes pour l'ensemble des pays en ne tenant compte que de la durée que chaque pays a passé dans cette situation. Autrement dit, il permet

d'estimer, pour chaque pays, la probabilité de réaliser l'objectif de développement financier en ne tenant compte que du temps passé en situation de réformes. Son analyse ne se base ainsi que sur l'ancienneté de chaque pays dans l'état de réformes sans tenir compte de l'effet des variables exogènes (économiques, sociales ou politiques). Cette première estimation nous donne une idée de l'allure de la courbe de hasard ce qui peut nous aider par la suite, dans le choix de la fonction de hasard lors de l'utilisation des modèles paramétriques. Le graphique suivant montre à chaque période la probabilité cumulée de persistance dans l'état de réformes.

*Graphique 4 : Probabilité de persistance dans l'état des réformes.*



Ce graphique permet de constater que la probabilité cumulée de persistance dans l'état des réformes est décroissante dans le temps. Ceci revient à dire que les taux instantanés de sortie de l'état de libéralisation, sachant que le pays était en situation de libéralisation sont croissant dans le temps. Nous constatons de ce graphique que l'ensemble des pays passent au moins dix années de réformes avant d'atteindre une situation d'approfondissement financier. Une fois cette durée passée, le taux instantané de sortie croît relativement vite. En effet, si un pays a passé 13 années de réformes, il a une probabilité cumulée de 50% de sortir de son état durant la quatorzième année. La croissance du taux instantané de sortie devient plus lente à partir de la vingt et une nièmes année. Après 21 ans de réformes, les pays auront plus de difficultés à sortir de la situation de réformes. Leur probabilité de sortie est en effet de 38%. Au bout de 27 ans de réformes, dix pays restent encore dans cette situation et nous n'avons aucune

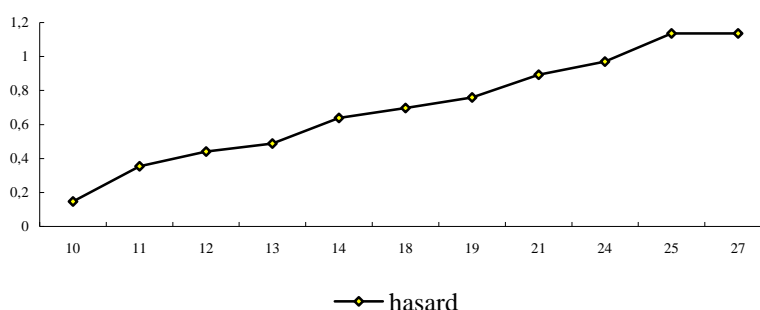
information sur leur probabilité de sortie. Les chiffres qui correspondent au graphique 3 sont représentés dans le tableau 20 ci-dessous.

*Tableau 20 : Résultat obtenu de l'analyse non paramétrique.*

<i>Durée annuelle</i>	<i>Nombre d'observation en début de période</i>	<i>Nombre de pays ayant atteint un niveau de développement financier à la date d'observation.</i>	<i>Probabilité cumulée de persistance dans l'état des réformes</i>	<i>Taux instantané de sortie de l'état des réformes.</i>
10	34	5	0.8529	0.1471
11	29	6	0.6765	0.3235
12	23	2	0.6167	0.3833
13	21	1	0.5882	0.4118
14	20	3	0.5000	0.5000
18	17	1	0.4706	0.5294
19	16	1	0.4412	0.5588
21	15	2	0.3824	0.6176
24	13	1	0.3529	0.6471
25	12	2	0.2941	0.7059
27	10	0	0.2941	0.7059

Nous pouvons aussi représenter le taux instantané de sortie qui découle de l'analyse non paramétrique. Celui-ci montre bien que ce taux est une fonction croissante du temps ce qui laisse déjà penser que le hasard de l'analyse paramétrique sera une fonction weibull.

*Graphique 5 : Hasard cumulé de sortie.*



Il faut remarquer, cependant, que l'estimation des durées par le modèle de Kaplan-Meier considère l'échantillon comme un ensemble homogène dans lequel tous les éléments qui le constituent sont identiques. Or les pays qui font partie de notre échantillon sont très différents les uns des autres (niveau de revenu, Population, situation économique avant les réformes etc.) ce qui laisse supposer de grandes disparités au sein de celui-ci. Il convient donc de scinder l'échantillon en deux ou plusieurs parties par une variable muette afin de détecter ces différences. Un test de rang

permet de conclure quant à la possibilité de durées significativement différentes selon les groupes.

Le principe du test est simple : en fonction des sous-échantillons, il prend en compte le nombre de sortie de l'état de réformes à chaque période et le nombre estimé par le modèle. L'hypothèse selon laquelle les groupes ont la même courbe de persistance dans l'état est alors testée par la statistique de  $\chi^2$ .

L'élément retenu pour scinder l'échantillon est le revenu par tête. L'objectif est de connaître la probabilité relative au nombre d'années passées sous réformes avant d'atteindre un système financier développé à la période d'observation (c'est à dire l'année 2000) selon que le pays est à revenu intermédiaire ou faible. L'échantillon est ainsi scindé en trois par une variable ordonnée qui prend la valeur 0 pour les pays à revenu faible, 1 pour les pays à revenu intermédiaire tranche inférieure et 2 pour les pays à tranche supérieure. La séparation des groupes par catégorie de revenu s'est basée sur celle de la Banque mondiale. Les résultats du test sont les suivants :

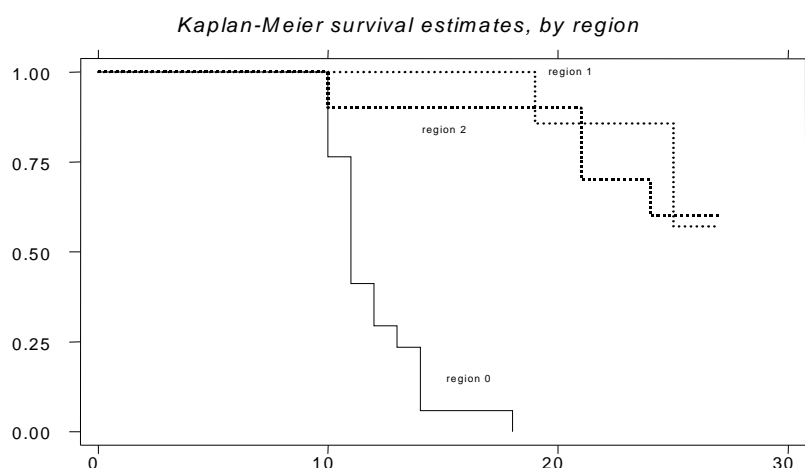
*Tableau 21 : Résultats du test de rang.*

<i>Groupe</i>	<i>Événement</i>	<i>Prévision</i>
<i>Revenu faible (région=0)</i>	17	6.70
<i>Revenu intermédiaire tranche supérieure (région=1)</i>	4	9.72
<i>Revenu intermédiaire tranche inférieure (région=2)</i>	3	7.58

$$\chi^2(1) = 31.35 \quad \text{Pr} > \chi^2 = 0.000$$

A un risque d'erreur de 1%, nous pouvons rejeter l'hypothèse que les 3 groupes ont des durées similaires. Il semble ainsi pertinent de procéder à l'estimation du modèle de Kaplan-Meier sur les trois groupes séparément. Le graphique ci-dessous présente les différences entre ces trois groupes.

*Graphique 6 : Probabilité cumulée de persistance dans la situation de réformes par région.*



Il ressort de ce graphique qu'aucun pays n'a eu une durée de réformes inférieure à neuf ans. Ils ont tous connus au moins 10 années de réformes. De plus la probabilité cumulée de sortir des réformes varie d'une région à une autre. Elle est plus importante pour les pays à revenu intermédiaire tranche inférieure. En effet, le taux instantané de sortie n'est que de 10% au cours de la 10<sup>ème</sup> année de réformes. Mais la fréquence de sortie est plus faible pour ces pays, elle n'est que de 20% contre 35% pour les pays à revenu faible sur la même année. Les pays à tranche supérieure semblent passer plus de temps dans l'état de réformes et leur fréquence de sortie n'est que de 28% au bout de la 25<sup>ème</sup> année de réformes.

Cette analyse a permis ainsi d'estimer la durée minimale de persistance dans la situation de réformes pour notre échantillon. Celle-ci est de 10 ans. Aucun pays n'a atteint l'objectif de développement financier avant cette période. La probabilité de sortie de la situation de réformes se réduit aussi, avec le temps ce qui laisse penser que la réussite des réformes dépend de la durée de persistance dans l'état de réformes. La durée des réformes dépend cependant de plusieurs variables qu'il ne faut pas négliger. Parmi ces variables nous pouvons citer la méthodologie des réformes suivie, la situation économique à la veille des réformes ou encore les facteurs politiques et sociaux. Ces variables seront retenues dans l'analyse semi-paramétrique et paramétrique.

### **2.3 ANALYSE PARAMETRIQUE ET SEMI-PARAMETRIQUE DE LA DUREE DES REFORMES .**

Les estimations non paramétriques ont permis une première analyse des durées de libéralisation financière. Mais comme nous l'avons souligné ci-dessus, ces analyses se limitent à un examen succinct des durées. Ils ne permettent pas de contrôler l'hétérogénéité inobservable des pays. Les travaux empiriques relatifs aux réformes financières mettent en lumière l'importance des variables économiques pour la réussite ou non de la libéralisation. Nous nous attachons dans cette partie d'analyser les variables qui influencent positivement ou négativement la réalisation du développement financier au MMA.

#### **2.3.1 LES TECHNIQUES D'ESTIMATIONS .**

Les modèles qu'on se propose d'estimer sont de deux formes :

-  $\alpha \log t = \beta X + \varepsilon$  si on spécifie une durée de vie proportionnelle

$\log t = \beta^* + \log t_0$  si on spécifie une durée de vie accélérée.

Les coefficients estimés sont  $\beta$  et  $\beta^*$ . Dans le cas du modèle à hasard proportionnel, estimé par la méthode Cox, la variable expliquée est  $-\alpha \log t$ . Une valeur positive de  $\beta$  induit une probabilité de sortie de l'état plus grande et la durée est donc plus faible. En revanche, dans le modèle à vie accélérée, une valeur positive du paramètre implique une durée plus longue. L'estimation est opérée par la méthode du maximum de vraisemblance en spécifiant une loi de probabilité pour la durée tels que la loi weibull, log normal ou log logistique.

Une fois les modèles spécifiés, nous nous trouvons confrontés à une complication spécifique aux modèles de durée relative aux facteurs dont les variables se modifient sur la période d'estimation. Dans ce cas, la seule façon de les prendre en compte est de conditionner le modèle selon la fréquence de variation des variables sur la période considérée. Dans le cas de notre estimation presque toutes les variables explicatives se modifient dans le temps.

Dès lors, selon Kiefer (1988), la méthode pose un problème pour les estimations car la fréquence de variation est la même pour tous les pays et l'ampleur des fluctuations temporelles est élevée. Afin de contourner ce problème, nous choisissons de prendre la valeur moyenne de chaque variable sur la période. Les coefficients estimés devront donc être interprétés comme des proxy de ces variables. Nous disposons ainsi pour chaque pays d'une observation moyenne pour chaque variable. Les variables explicatives sont indépendantes les unes des autres.

### **2.3.2 LES VARIABLES EXOGENES RELATIVES A LA POLITIQUE ECONOMIQUE .**

Les variables introduites pour expliquer la durée des réformes sont celles visées par les objectifs des réformes financières à savoir l'inflation, le produit intérieur ainsi que d'autres variables précisées ci-dessous. Toutes les données sont extraites des statistiques du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale de l'année 2002. Les données sont exprimées en dollars à prix constants. Les variables explicatives introduites sont classées en deux grandes catégories : Les éléments de politique économique et les variables conjoncturelles.

Pour les variables de politique économique, nous avons tenu compte de trois observations. La politique fiscale mesurée par le niveau du solde budgétaire primaire, le taux d'inflation et le type de libéralisation. Cette variable est une variable muette qui prend la valeur 1 lorsque la libéralisation est graduelle et 0 lorsqu'elle est rapide. Nous avons aussi tenu compte de la politique de commerce extérieur mesurée par le niveau des exportations en millions de dollars constants et le régime de change adopté, mais ces deux variables n'étaient pas significatives.

### **2.3.3 LES VARIABLES EXOGENES RELATIVES A LA SITUATION CONJONCTURELLE .**

Nous avons distingué trois variables reflétant la situation conjoncturelle des pays estimés.

1- La situation économique globale au début des réformes : variable muette prenant la valeur 0 en le cas de situation d'instabilité économique et 1 sinon.



2- Le niveau des aides extérieurs en pourcentage de l'investissement brut afin de capter l'effet de l'assistance étrangère sur les réformes.

3- L'effet du changement de la conjoncture internationale sur l'application de la libéralisation financière. Pour cela, nous avons distingué entre les pays exportateurs de pétrole et les autres en tenant compte d'une variable muette qui prend la valeur 1 lorsque le pays est exportateur de pétrole et 0 sinon.

#### **2.3.4 LES AUTRES VARIABLES.**

D'autres mesures nous ont semblées intéressantes afin de capter la différence entre les pays. La première variable reflète le niveau de développement du pays, variable ordonnée prenant la valeur 0 si le pays est à revenu faible, 1 si le pays est à revenu intermédiaire tranche inférieure et 2 si le pays est à revenu intermédiaire tranche supérieure. Nous avons aussi construit deux variables muettes qui distinguent entre les périodes des réformes étant donnée que les pays estimés ont commencé leurs réformes à des périodes différentes. La première variable muette prend la valeur 1 lorsque les réformes ont été entamées durant les années 80 et 0 sinon. La deuxième variable muette prend la valeur 1 lorsque les réformes ont été entamées durant les années 70 et 0 sinon.

Toutes les formes de distributions ont été prises en compte dans l'estimation de la durée de la libéralisation financière (voir annexe 2 du chapitre 6). Afin de décider quelle sera la distribution la plus adaptée à notre estimation nous devons tenir compte de deux étapes supplémentaires : le critère d'Akaike et la distribution des résidus par rapport à la première bissectrice.

#### **2.4 PROBLEMES DU CHOIX DU MODELE A RETENIR.**

Parmi les difficultés que peuvent présenter les modèles de durée, celui du choix ex-ante de la loi de probabilité à retenir notamment lorsque nous ne connaissons pas le sens d'évolution du phénomène qu'on étudie. Dans ce cas, nous sommes amenés à faire nos estimations en tenant compte de toutes les lois de distribution que ces modèles peuvent proposer. Par la suite et afin de décider quel modèle retenir, nous nous basons sur deux critères : le critère d'Akaike et la distribution des résidus par rapport à la première bissectrice.

#### **2.4.1 LE CRITERE D'AKAIKE.**

Le critère d'Aakaike (1974) a été introduit lorsque la comparaison entre les modèles de durée notamment lorsque ces modèles sont non emboîtés n'est pas possible par simple comparaison entre la valeur du maximum de vraisemblance. Le principe de ce critère est simple. Tout en tenant compte de la valeur du maximum de vraisemblance, il compare entre les modèles en introduisant aussi les paramètres auxiliaires de chaque modèle et ce par la formule suivante :

$$AIC = -2 (\log\text{-vraisemblance}) + 2(c+p+1)$$

Où c est le nombre de variables explicatives et p, le nombre de paramètres auxiliaires. Le modèle retenu sera le modèle dont l'AIC est le plus faible.

#### **2.4.2 LA DISTRIBUTION DES RESIDUS.**

Le deuxième critère de choix est celui de la distribution des résidus par rapport à la première bissectrice. Pour cela, il suffit juste de construire un graphique après la récupération des résidus de chaque régression. Le modèle retenu sera celui dont la distribution des résidus est la plus proche de la première bissectrice. D'après les résultats consignés par ces deux critères, le modèle qui sera retenu est le modèle Weibull. Nous concluons ainsi que la probabilité de sortie de l'état de libéralisation financière est monotone, (voir annexe 4 du chapitre 6).

#### **2.5 RESULTATS DES ESTIMATIONS.**

Le tableau en annexe retrace les différentes estimations du modèle de durée avec les variables retenus en tenant compte de toutes les distributions de hasard possible. Les résultats des régressions montrent que les variables retenues s'avèrent tantôt significatives et tantôt non significatives en fonction du type de loi retenue pour l'estimation. Il s'agit de la situation économique avant les réformes, du taux de dévaluation et de la libéralisation des années 70. Comme les critères de choix du modèle, nous ont permis de retenir la régression avec la distribution Weibull, l'interprétation des résultats concernera uniquement ce modèle.

Un test de Ramsey-Reset a été appliqué à ce modèle afin de vérifier qu'il n'y a pas eu de variables omises. D'après les résultats du test, nous pouvons conclure que l'hypothèse d'existence de variables omises peut être rejetée. En ce qui concerne le problème de l'hétérogénéité inobservable, nous avons corrigé ce problème par le recours à la loi Gamma (voir annexe 3 du chapitre 6).

Tableau 22 : Résultats des estimations des durées de réformes.

Nombre d'observation : 34 Log de vraisemblance : 5.031 P ou Gamma : 8.11 AIC : -61.93			
1 - Les variables de politique économique.			
Politique fiscale 0.019** (2.49)	Type de libéralisation -0.044* (-3.61)	Taux de dévaluation 0.14* (3.55)	
2 - Les variables conjoncturelles.			
Situation avant les réformes 0.145** (1.66)	Pays exportateurs de pétrole -0.246** (-2.05)	Situation politique 0.143** (2.20)	
.3 - Les autres variables			
Libéralisation 70 0.351* (2.67)	Libéralisation 80 0.223* (3.30)	Catégorie de revenus 0.322* (4.04)	Pays MMA 0.688* (3.03)
Constante 2.675* (14.97)			

\* significatif à 1% ; \*\* Significatif à 5% .

T de Student entre parenthèse après correction de white.

De prime abord, Le paramètre  $p$  de la fonction Weibull que nous avons retenue, est positif et largement supérieur à un. Ce qui suppose que la probabilité de sortie de l'état de réformes est croissante dans le temps. Cependant, si toutes chose égale par ailleurs, la probabilité est croissante dans le temps, elle dépend néanmoins de certains facteurs relevant aussi bien de la politique économique suivie que du contexte économique global. Il faut rappeler que l'interprétation des résultats doit tenir compte de la forme du hasard retenu. Dans la régression Weibull, nous avons choisi de retenir une forme de hasard accéléré ce qui implique qu'un coefficient positif s'interprète comme un effet négatif sur la probabilité de sorti de l'état ou un effet positif sur la durée (durée plus longue).

### **2.5.1 IMPACT DE LA POLITIQUE ECONOMIQUE.**

Le coefficient de la variable politique fiscale est positif. Ceci suppose que la politique fiscale suivie par les pays étudiés reste encore inadéquate et risque de faire durer les réformes. C'est pourquoi, des mesures de stabilisation plus rigoureuses doivent, à notre sens, être prise en compte afin de favoriser la probabilité de sorti de l'état de libéralisation. Ce résultat vient ainsi confirmer les propositions du courant néo-libéral qui encourage certaines mesures de stabilisation comme condition préalable souhaitable à la libéralisation. Les politiques de change adoptée par les mesures de dévaluation semblent encore insuffisantes et ont un impact négatif sur la durée.

Le choix du rythme de libéralisation doit tenir compte de l'évolution de la conjoncture économique. Il n'existe pas de critères spécifiques qui orientent vers ce choix. Ce dernier est le résultat d'une décision discrétionnaire des autorités. Cependant, la variable muette que nous avons construit et qui distingue entre les réformes rapides et graduelles laisse voir que les pays qui ont choisi d'adopter des réformes rapides arrivent plus vite à atteindre une situation d'approfondissement financier comme est le cas par exemple de la Jordanie. Ce résultat n'est cependant pas cohérent avec les directives de la théorie de libéralisation qui opte souvent pour une libéralisation graduelle.

### **2.5.2 LES VARIABLES CONJONCTURELLES.**

Les conditions économiques initiales ont un effet non négligeable sur la durée de libéralisation. Le coefficient de cette variable est positif ce qui laisse supposer que les pays qui souffrent d'instabilité économique au début des libéralisations, ont une durée plus longue. Ce même constat peut se faire pour la variable situation politique. L'objectif de la construction de cette variable était de mesurer l'impact des variables sociales sur le processus des réformes. Nous supposons en effet, que l'instabilité sociale exprimée par les changements des mouvements politiques et sociaux peut affecter profondément le bon déroulement des réformes. Or, plusieurs pays de l'échantillon choisi sont passés par des périodes d'instabilité politique tels que les guerres civiles ou les coups d'Etat. C'est pourquoi l'introduction de cette variable nous a semblé pertinente pour l'explication de la durée des libéralisations. Le résultat obtenu nous

montre bien l'impact négatif de cette variable sur la probabilité de sorti de la situation de libéralisation financière.

La présence de revenus extérieurs semble être très favorable à la probabilité de sortie de la situation des réformes. En effet, plusieurs pays du MMA dépendent de la rente extérieure. La Jordanie a beaucoup bénéficié des transferts des émigrés durant les premières années de réformes. De même la reprise des réformes et leur intensification en Algérie a coïncidé avec la croissance des prix du pétrole. Cette variable laisse cependant supposer la vulnérabilité de ces pays à la conjoncture internationale. Une simple perturbation des marchés internationaux peut accélérer ou retarder la durée des libéralisations.

### **2.5.3 LES AUTRES VARIABLES.**

Le niveau de richesse est aussi un bon indicateur de la durée. La richesse a été mesurée par le niveau de revenu par tête. Une variable ordonnée a été introduite pour distinguer entre les niveaux de revenus par pays.

Le coefficient de cette variable est positif ce qui explique une durée de réformes plus longue pour les pays à revenu intermédiaire et par conséquent une probabilité de sortie faible. Cette même remarque peut être faite aux pays qui ont entamé leurs réformes durant les années soixante-dix. Ces pays ont passé plus de temps en réformes et leur probabilité de sortie est plus faible que celle des autres pays. Ce résultat laisse penser que le phénomène d'apprentissage est important pour la durée. Les leçons tirées des expériences de réformes des pays de l'Amérique Latine et des pays asiatiques ont permis en effet au pays du MMA de suivre une démarche plus prudente qui a facilité le retour à une relative stabilisation économique. La dernière variable qui distingue les pays du MMA du reste de l'échantillon, montre que ces derniers présentent une probabilité de sortie plus faible et leur durée de libéralisation est par conséquent plus longue. Ce résultat n'est pas étonnant si nous tenons compte du cas du Maroc et de la Tunisie dont les réformes durent depuis plus de 20 ans.

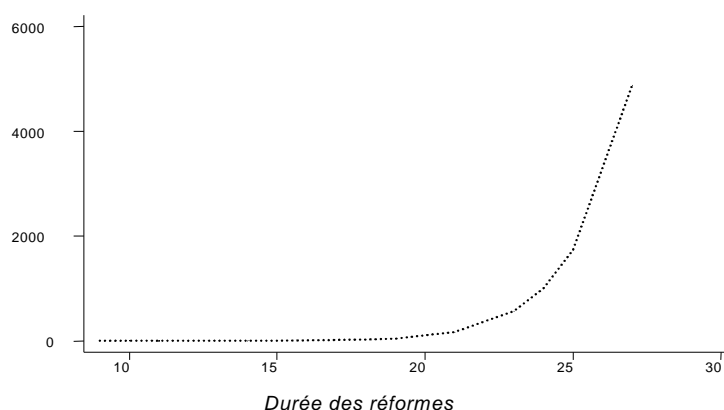
D'autres variables ont été introduites pour l'estimation de la durée mais elles ne se sont pas avérées significatives. Il s'agit du taux de croissance du produit, du volume

des exportations, de l'épargne financière, du volume d'investissement et de la variation du taux de change nominal sur la période étudiée. Cette variable avait pour but de mesurer l'effet de la politique de change sur la durée.

#### **2.5.4 LES HASARDS ESTIMES .**

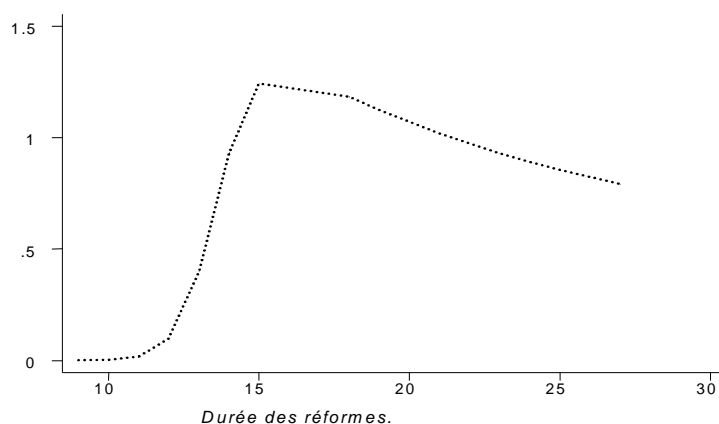
Si les modèles de durée sont homogènes quant à l'estimation de l'effet des variables explicatives, il existe cependant une différence importante au niveau des résultats sur le hasard estimé. Dans la régression Weibull, le paramètre  $p$  est supérieur à 1, cela veut dire que la probabilité de sortie de l'état de réformes est croissante dans le temps comme le montre le graphique ci-dessous.

*Graphique 7 : Hasard estimé par le modèle weibull.*



Nous pouvons nous demander néanmoins si la croissance du taux de hasard n'est pas due à la spécification Weibull que nous avons retenue. Cette spécification suppose en effet, que le taux de hasard est monotone. Or, il peut exister un seuil à partir duquel le taux de hasard se met à baisser. Nous pouvons penser en effet, qu'une durée plus longue de réformes peut provoquer des perturbations au niveau du système économique en raison de certains aléas conjoncturels qui poussent le pays à stopper ou à avoir recours à d'autres types de réformes qui vont s'accumuler aux précédentes ce qui prolongera la durée des libéralisations et par conséquent la probabilité de sortie se réduit (cas de l'Argentine). L'existence de ce seuil est confirmée par l'estimation du modèle log-logistique qui a un paramètre supérieur à 1.

Graphique 8 : Hasard estimé par le modèle log-logistique.



La courbe de hasard estimé confirme l'existence de ce phénomène. Les pays passent au moins dix ans en situation de réformes. Suite à cette période la probabilité de sortie augmente dans le temps. Mais cette croissance n'est que temporaire car au bout de la quinzième année la probabilité de sortie commence à baisser (bien que cette baisse soit lente). Ce qui suggère que le temps passé dans les réformes peut avoir un effet négatif sur la sortie de la situation de réformes. Plus les réformes durent, plus l'Etat aura du mal à gérer toutes les variances conjoncturelles qui risquent d'intervenir et perturber par conséquent le bon déroulement de celles-ci.

### **CONCLUSION .**

Bien que les pays du MMA semblent avoir adopté le principe de prudence dans la mise en place des techniques de libéralisation financière, les résultats obtenus après une décennie (voir deux) de réformes ne semblent pas répondre aux objectifs escomptés. Ce maigre résultat est lié à plusieurs lacunes. Les taux d'intérêt n'ont été libéralisés que vers la fin des années quatre-vingt-dix (Maroc, Tunisie) et la restructuration bancaire s'est souvent heurté à une réglementation inadéquate. Même dans les pays où la libéralisation a été rapide tel que la Jordanie et l'Egypte, celle-ci n'a concerné que les taux d'intérêt<sup>179</sup> et la recapitalisation ou la mise en faillite des banques en souffrance. La promulgation de nouvelles lois bancaires dont le but est de

<sup>179</sup> La Banque Centrale maintient toutefois le contrôle des certains taux au profit des secteurs prioritaires en Egypte.

promouvoir la concurrence du système financier n'a été effective qu'en 2000 en Jordanie et en 2003 en Egypte. De plus, dans les pays où le secteur public reste dominant tels que l'Egypte et l'Algérie, les banques souffrent d'un poids important de créances irrécouvrables et d'un niveau très faible de provisions qui leur sont liées. Afin de sauver les banques publiques de la vulnérabilité financière dans laquelle elles se trouvent, l'Etat a été amené à déboursier des sommes importantes pour restructurer le portefeuille des banques ce qui a pesé sur son équilibre budgétaire.

Par ailleurs, les réformes n'ont concerné que l'aspect macro-financier (croissance de l'épargne financière et amélioration de l'allocation des crédits). La micro-finance a été placée au second plan dans le processus de libéralisation. Cette négligence a eu pour conséquence un manque de concurrence et une faible performance bancaire. L'élargissement des réformes aux aspects micro-financiers semble ainsi nécessaire afin d'accroître l'efficacité des banques locales et créer ainsi un système financier solide et concurrentiel. Ce n'est que par des réformes plus larges qui concerneront tous les secteurs de l'économie que le système financier pourrait atteindre le développement souhaité.

L'application des modèles de durée dans la section 2 permet de confirmer cette idée. En effet, les analyses paramétriques et non paramétriques de durée font constater que d'autres aspects de réformes doivent être pris en compte afin d'assurer la réussite de l'approfondissement financier. Nous pouvons ainsi tirer quelques enseignements sur le choix de politiques de réformes à adopter.

Ainsi la prise en compte des mesures de stabilisation économiques comme était le cas au MMA (la baisse de l'inflation et la réduction du déficit budgétaire), s'avèrent des choix politiques indispensables au bon déroulement des libéralisations. La variable condition initiale a montré que les pays qui présentent une situation économique instable au début des réformes ont une probabilité de sortie faible. Le choix du type de réformes joue aussi un rôle non négligeable. En effet, les pays qui ont opté pour une libéralisation rapide arrivent plus vite à atteindre l'objectif de développement financier. Mais ce résultat est conditionné par la situation initiale du système financier (cas de la Jordanie). Si le système financier est étatique et sous développé, une libéralisation graduelle serait plus adéquate. En effet, une libéralisation rapide et non adéquate



comme est le cas en Egypte par exemple ne peut donner, dans les meilleurs des cas, que des résultats de second rang.

L'ouverture du pays vers l'extérieur est un facteur qui ne manque pas d'importance. Les revenus reçus de l'étranger soit par l'intermédiaire des aides extérieures ou par les recettes d'exportations permettent aux pays bénéficiaires de disposer de revenus importants qui renforcent le processus de réformes. Cependant, la présence de certains facteurs structurels peut neutraliser l'effet positif des variables. Nous entendons par-là, le niveau de revenu des pays ainsi que le niveau d'éducation. Nous avons remarqué en effet, que les pays à faible revenu sont les pays qui présentent le taux de scolarisation secondaire le plus faible de l'échantillon. Le problème d'éducation peut ainsi constituer un frein au processus de réformes dans la mesure où il peut prolonger le temps d'adaptation aux nouvelles techniques de marché.

Par ailleurs, l'effet d'apprentissage joue aussi un rôle important. Les pays dont les réformes ont commencé pendant les années quatre-vingt-dix tels que les pays du MMA, ont pu profiter des expériences de réformes des autres pays et éviter ainsi quelques erreurs. L'exemple de l'Algérie peut être cité dans ce sens. En effet, malgré l'instabilité politique et sociale que vit ce pays, le processus de réformes entamé au milieu des années quatre-vingt-dix a pu en l'espace de 5 ans assurer la baisse et la stabilité de l'inflation, des taux d'intérêt réels et des taux de croissance positifs.

Il ressort ainsi que la réussite du processus de libéralisation financière dépend à la fois des conditions économiques initiales, de la politique de réformes adoptée, des variables conjoncturelles, mais aussi de sa durée. Il serait ainsi préférable de viser des objectifs de réformes de court terme et tenir compte des interdépendances entre les différents secteurs de l'économie. Ce n'est que par cette méthode que les autorités pourront assurer un approfondissement financier adéquat et éviter de se retrouver dans un processus répétitif que nous appellerons : «situation d'éternelles réformes ».



**ANNEXE 1 : INDICE DE DEVELOPPEMENT FINANCIER.**

<i>Asie</i>	<i>1990-2000</i>	<i>rang</i>	<i>1990-1994</i>	<i>rang</i>	<i>1995-2000</i>	<i>rang</i>
<i>Indonesie</i>	0.029	15	-0.086	17	0.144	11
<i>Corée</i>	0.079	13	0.032	12	0.127	13
<i>Malaysia</i>	1.163	02	0.838	02	1.488	02
<i>Philippines</i>	0.054	14	-0.027	13	0.136	12
<i>Sri Lanka</i>	0.135	12	-0.283	20	0.553	06
<i>Thailand</i>	0.671	05	0.498	06	0.844	05
<i>Turquie</i>	-0.414	28	-0.452	30	-0.376	28
<i>Afrique noire</i>	<i>1990-2000</i>	<i>rang</i>	<i>1990-1994</i>	<i>rang</i>	<i>1995-2000</i>	<i>rang</i>
<i>Bénin</i>	-0.181	19	-0.069	16	-0.293	23
<i>Burundi</i>	-0.400	27	-0.446	29	-0.354	27
<i>Cameron</i>	-0.522	32	-0.464	31	-0.581	33
<i>R. Centre Afrique</i>	-0.459	30	-0.523	32	-0.396	29
<i>Tchad</i>	-0.616	34	-0.623	34	-0.609	34
<i>Cote d'Ivoire</i>	-0.187	20	-0.176	19	-0.199	19
<i>Gambie</i>	-0.385	26	-0.419	27	-0.351	26
<i>Ghana</i>	-0.531	33	-0.558	33	-0.504	31
<i>Kenya</i>	0.010	16	-0.033	14	0.054	14
<i>Madagascar</i>	-0.329	25	-0.325	24	-0.333	24
<i>Malawi</i>	-0.444	29	-0.416	26	-0.472	30
<i>Mali</i>	-0.286	23	-0.299	22	-0.273	22
<i>Nigeria</i>	-0.472	31	-0.433	28	-0.511	32
<i>Sénégal</i>	-0.321	24	-0.307	23	-0.335	25
<i>Togo</i>	-0.147	17	-0.051	15	-0.244	21
<i>Zimbabwe</i>	-0.194	22	-0.336	25	-0.053	18
<i>Europe de l'Est</i>	<i>1990-2000</i>	<i>rang</i>	<i>1990-1994</i>	<i>rang</i>	<i>1995-2000</i>	<i>rang</i>
<i>Bulgarie</i>	0.293	09	0.584	05	0.002	16
<i>Tchéquie</i>	0.870	04	0.828	03	0.913	04
<i>Hongrie</i>	0.158	11	0.290	09	0.026	15
<i>Maghreb-Machrek</i>	<i>1990-2000</i>	<i>rang</i>	<i>1990-1994</i>	<i>rang</i>	<i>1995-2000</i>	<i>rang</i>
<i>Algérie</i>	-0.155	18	-0.279	21	-0.032	17
<i>Egypte</i>	0.483	06	0.481	07	0.485	08
<i>Jordanie</i>	1.634	01	1.765	01	1.503	01
<i>Maroc</i>	0.943	03	0.763	04	1.124	03
<i>Tunisie</i>	0.322	08	0.288	10	0.357	10
<i>A.mérique Latine</i>	<i>1990-2000</i>	<i>rang</i>	<i>1990-1994</i>	<i>rang</i>	<i>1995-2000</i>	<i>rang</i>
<i>Argentine</i>	0.269	10	0.037	11	0.501	07
<i>Chili</i>	0.391	07	0.330	08	0.453	09
<i>Uruguay</i>	-0.188	21	-0.150	18	-0.226	20

**ANNEXE 2 : RESULTATS DE L'ESTIMATION DU MODELE DE DUREE AVEC LES DIFFERENTES DISTRIBUTIONS.**

	Types de distributions économétriques			
Variables indépendantes	1 Cox	2 Weibull	3 Log normal	4 Log Logistic
<i>1 - Les variables de politique économique.</i>				
<i>Politique fiscale</i>	0.922** (-1.93)	0.019** (2.49)	0.017* (2.62)	0.013* (2.21)
<i>Type de libéralisation</i>	7.925* (2.07)	-0.044* (-3.61)	-0.511* (-2.99)	-0.418* (-2.87)
<i>Taux de dévaluation</i>	0.9562** (-1.85)	0.14* (3.55)	0.011** (2.30)	0.008* (2.28)
<i>2 - Les variables conjoncturelles.</i>				
<i>Situation économique au début des réformes</i>	0.528 <sup>NS</sup> (-0.91)	0.145** (1.66)	0.131 <sup>NS</sup> (1.15)	0.103 <sup>NS</sup> (0.97)
<i>Pays exportateurs de pétrole</i>	2.792 <sup>NS</sup> (1.16)	-0.246** (-2.05)	-0.255** (-1.73)	-0.187 <sup>NS</sup> (-1.39)
<i>Situation politique.</i>	0.438*** (-1.62)	0.143** (2.20)	0.157** (1.86)	0.132** (1.77)
<i>3 - Les autres variables</i>				
<i>Libéralisation aux années 70</i>	0.153 <sup>NS</sup> (-1.54)	0.351* (2.67)	0.506* (2.59)	0.357** (1.92)
<i>Libéralisation aux années 80</i>	0.234** (-2.02)	0.223* (3.30)	0.228* (2.45)	0.213* (2.63)
<i>Catégorie de revenus</i>	0.227** (-1.98)	0.322* (4.04)	0.225* (2.52)	0.302* (3.20)
<i>Pays Maghreb-Machrek.</i>	0.043** (-1.83)	0.688* (3.03)	0.432** (2.00)	0.474** (1.90)
<i>Constante</i>		2.675* (14.97)	2.605* (9.92)	2.599* (12.01)
<i>Nombre d'observation</i>	34	34	34	34
<i>Log de vraisemblance</i>	-53.344849	5.031	-0.047	1.391
<i>P ou Gamma</i>		8.11	0.211	0.103
<i>AIC</i>	178,68	-61.93	72.09	-69.21

\* significatif à 1% \*\* Significatif à 5% \*\*\* Significatif à 10%; NS non significatif  
T de Student entre parenthèse après correction de white.

**ANNEXE 3 : TEST DE L'HETEROGENEITE NON OBSERVABLE POUR L'ESTIMATION WEIBULL.**

Weibull regression -- accelerated failure-time form Gamma frailty

No. of subjects = 36 Number of obs = 36  
 No. of failures = 30  
 Time at risk = 507  
 LR chi2(12) = 88.30  
 Log likelihood = 37.92598 Prob > chi2 = 0.0000

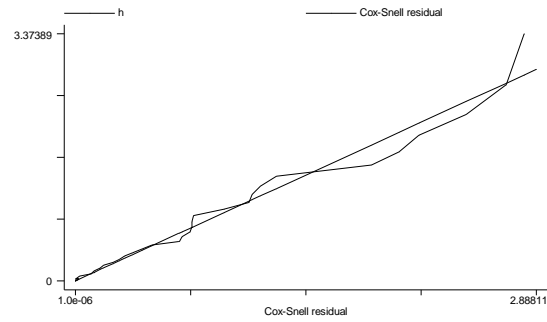
_t	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
aides	-.0006482	.0004948	-1.31	0.190	-.001618	.0003216
pib	-.0025553	.0011026	-2.32	0.020	-.0047163	-.0003942
ipc	-.0023903	.0004932	-4.85	0.000	-.0033569	-.0014237
exchang	.0633344	.0298742	2.12	0.034	.004782	.1218868
fiscale	-.012669	.00212	-5.98	0.000	-.0168241	-.0085138
scool	.0027537	.0013187	2.09	0.037	.0001691	.0053383
typelib	-.2236572	.0531849	-4.21	0.000	-.3278977	-.1194167
initiale	.1067007	.0396858	2.69	0.007	.028918	.1844833
petrol	-.1717953	.0363036	-4.73	0.000	-.2429491	-.1006416
region1	.1108521	.0378234	2.93	0.003	.0367195	.1849846
des80	.2671889	.03979	6.71	0.000	.1892018	.3451759
des70	.5837137	.0514661	11.34	0.000	.482842	.6845855
_cons	2.820761	.0822812	34.28	0.000	2.659492	2.982029
/ln_p	2.915438	.153454	19.00	0.000	2.614673	3.216202
/ln_the	-15.23265	1129.954	-0.01	0.989	-2229.902	2199.436
p	18.45689	2.832284			13.66275	24.93325
1/p	.0541803	.0083142			.0401071	.0731917
theta	2.42e-07	.0002739			0	.

Likelihood ratio test of theta=0: chibar2(01) = 0.00 Prob>=chibar2 = 1.000

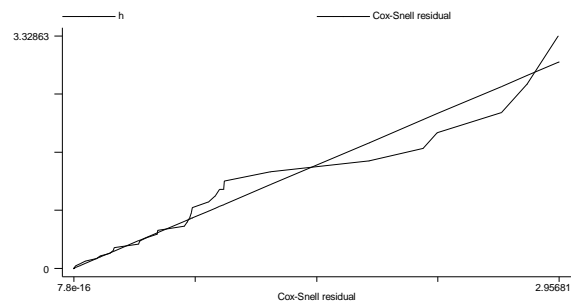
*La présence de l'hétérogénéité non observable se mesure par la statistique Ch 2. Si celle ci est élevée, l'hypothèse H0 de présence d'hétérogénéité non observable est rejetée. C'est ce qui ressort de ce test, il n'y a donc pas lieu de corriger.*

# **ANNEXE 4 : DISTRIBUTION DES RESIDUS PAR RAPPORT A LA PREMIERE BISSECTRICE.**

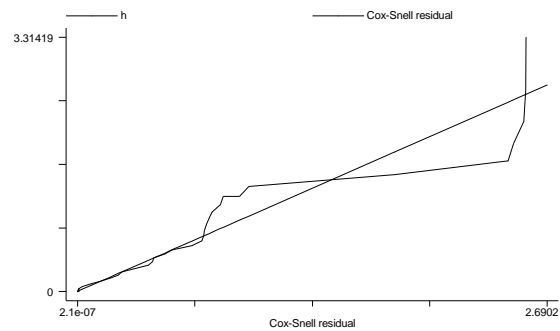
## *1 - Distribution Weibull*



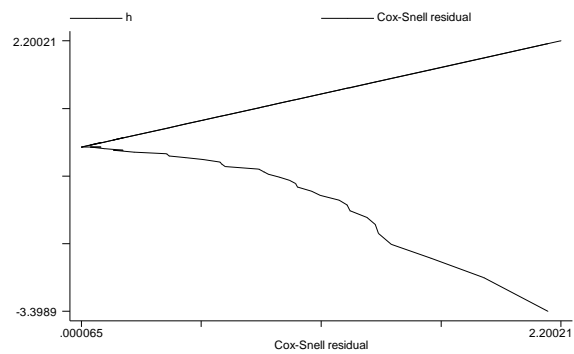
## *2 – Distribution log normal*



## *3 – Distribution log-logistique.*



## *4 – Distribution semi-paramétrique : cox*



## ***CONCLUSION GENERALE .***

En trois parties et six chapitres, cette thèse avait pour but d'étudier l'ampleur de la répression financière dans les pays du MMA et d'évaluer les politiques de libéralisation financière mises en œuvres. Le choix des ces pays vient des similitudes économiques qu'ils présentent au niveau de la politique économique suivie, les caractéristiques de leur système de production, le niveau du revenu par tête, le choix de la période de réformes sans oublier les similitudes géographiques, politiques et religieuses qui augmentent l'intérêt de notre analyse.

Le secteur financier du MMA s'est caractérisé depuis longtemps par un niveau de développement très bas en raison de la politique de contrôle monétaire direct qu'exerçait sur lui le gouvernement central. Cette politique, aidée en grande partie par les revenus externes dont bénéficiaient ces Etats, a permis pendant deux décennies de maintenir un taux de croissance relativement élevé. Mais les chocs externes qu'ont subis ces pays à partir des années quatre vingt ont révélé les limites de cette politique qui n'arrivait plus à rétablir les déséquilibres subis suite à la baisse des revenus externes. La baisse vertigineuse du taux de croissance additionné au déficit de la balance des paiements et l'accroissement de la dette externe a obligé ces Etats à faire appel à l'aide des autorités de Breton Woods qui ont exigé d'eux la mise en place d'un programme de réformes économiques afin de rétablir les déséquilibres.

L'analyse des réformes économiques appliquées au MMA a concerné uniquement la libéralisation du secteur financier. Nous nous sommes appuyés à cette fin sur les enseignements de la théorie économique et des expériences des pays de l'Amérique latine et les pays asiatiques. Mais avant d'exposer les résultats que nous

avons obtenus et discuter des nouvelles pistes de recherches ouvertes sur le système financier dans ces pays, nous rappelons ci après la démarche que nous avons suivie tout au long de cette thèse et les enseignements que nous avons déduits.

Nous nous sommes intéressés dans une première partie à l'analyse théorique de la répression financière et ses faits stylisés au MMA. L'éclairage historique apporté par le premier chapitre a permis de rendre compte de l'ancienneté du débat relatif à la relation positive entre le développement financier et la croissance économique. Ce débat est devenu plus soutenue à travers les analyses de McKinnon et Shaw (1973) qui ont révélé l'effet négatif de la politique de répression financière sur la croissance économique dans les pays en développement. Ce chapitre a rappelé aussi les limites de la politique de libéralisation financière qui a été annoncée dans but de développer le système financier dans ces pays. Ces limites étaient liées notamment aux particularités économiques que présentaient ces pays et à la méthodologie de réformes qu'ils ont suivie.

A la suite de ces diverses expériences, il a été admis qu'il était souhaitable de mettre en place un programme de stabilisation macroéconomique préalable et qu'il est indispensable par ailleurs d'appliquer un système de régulation et de supervision bancaire adéquat. Ce système donnera une meilleure solidité au secteur financier et lui permettra de fonctionner dans un cadre légal rigoureux. Ces préceptes ont inspiré la politique de réformes financières au MMA. La libéralisation qui a accordé un rôle central aux taux d'intérêt s'est distinguée par un respect relatif des conditions de réformes soulignées par la théorie de la libéralisation et qui ont été appelé depuis des conditions de succès.

Un deuxième chapitre a permis de mesurer le niveau de répression financière et de constater que les caractéristiques d'une économie réprimée étaient bien présentes dans ces pays. Plusieurs instruments de la politique de répression étaient en effet utilisés. Nous pouvons citer par exemple la technique des réserves obligatoires et la politique préférentielle des crédits qui apparaissait par la politique de réescompte. La répression apparaissait aussi à travers le faible niveau du développement financier, la présence de taux réels négatifs, un taux d'inflation élevé et une forte croissance de la



monnaie. La croissance monétaire avait pour origine le financement du déficit budgétaire.

Ce constat étant fait, nous avons jugé opportun dans une deuxième partie d'analyser l'ampleur et les effets de la répression financière sur l'économie du MMA à travers ses effets sur le développement du système financier et sur la croissance économique. Deux chapitres ont été nécessaires afin d'effectuer cette analyse. Dans le troisième chapitre, une analyse économétrique nous a permis de percevoir l'effet négatif de la répression financière sur le système financier au MMA à travers ses effets sur les fonctions de demande de monnaie des agents et d'offre de crédits bancaires. Cette analyse a montré aussi que dans une économie où la répression financière est très élevée, la notion de demande de monnaie disparaît. Plus la répression est forte, plus les agents sont obligés de détenir de la monnaie. La demande de monnaie exprime dans ce cas la croissance de la taxe d'inflation. Le même constat a été fait pour la fonction d'offre de crédit bancaire. Par ailleurs, cette analyse laisse penser à la possibilité d'existence d'équilibres multiples qui peuvent conduire à l'apparition de clubs de convergence. Cette remarque vient du fait que dans une économie où le niveau de développement financier est initialement faible (répression très élevée), le changement de la politique économique n'aura qu'un effet très faible sur l'évolution de celui-ci. [Berthélemy et Varoudakis (1996a, 1996b, 1998)]

En ce qui concerne l'analyse de l'effet de la répression financière sur la croissance économique, nous avons décidé dans un quatrième chapitre de suivre l'analyse, largement admise, de McKinnon (1973) qui a souligné que l'importance du système financier dans la stimulation de la croissance apparaissait à travers la capacité de ce système à véhiculer une épargne suffisante vers des projets d'investissement rentables. Une analyse primaire de l'évolution du produit a montré que les taux de croissance de ces pays restaient élevés en dépit de la présence d'un système réprimé. Les taux de croissance étaient maintenus grâce aux volumes d'investissement très importants. Par ailleurs, le volume de l'épargne présentait des niveaux élevés bien que son origine était différente selon les régions. En effet, l'épargne nationale au Maghreb était principalement constituée de l'épargne intérieure alors qu'au Machrek l'épargne nationale dépendait des transferts courants.

Une analyse plus poussée à travers le calcul de la productivité totale des facteurs et du coefficient marginal du capital nous a aidé à constater que la baisse de la croissance était plus liée à la faible efficacité des facteurs de production au Maghreb alors que l'évolution de l'investissement au Machrek dépendait aussi de son mode de financement. L'effet négatif de la répression financière sur la croissance a été vérifié à travers l'estimation en données de panel d'une équation de croissance. Les résultats obtenus ont confirmé l'existence d'un tel effet.

La troisième partie de notre recherche a consisté à analyser la pratique et les résultats de la libéralisation financière au MMA. Pour cela, nous avons effectué dans le chapitre 5, une étude préliminaire de l'évaluation des politiques de libéralisation menées au MMA. Les conditions théoriques de succès de ces réformes ont d'abord étaient rappelées. Ce rappel s'est basé sur les analyses comparatives des expériences de réformes des pays de l'Amérique Latine et du Sud-Est asiatique. Ces analyses ont montré que la réussite des réformes des pays asiatiques était liée à son aspect graduel qui a veillé à stabiliser l'économie et à mettre en place progressivement un système de régulation et de supervision bancaire satisfaisant. Sur la base de ces constatations, les tenants de la libéralisation ont souligné qu'il était souhaitable de stabiliser son économie avant de libéraliser le système financier mais qu'il était indispensable de veiller à ce qu'un système de supervision soit bien mis en place et surtout fonctionnel.

Nous avons vu que, dans leur programme de réformes, les pays du MMA ont essayé à leur manière de respecter les directives de la théorie de la libéralisation afin d'atteindre les objectifs qu'ils se sont fixés au début des réformes. Ces objectifs consistaient à baisser le taux d'inflation, à réduire et stabiliser le déficit budgétaire et à développer l'intermédiation financière. Mais le suivi des mesures de libéralisation dans ces pays a montré que la méthodologie de réformes était différente. Si nous mettons de côté les tentatives de stabilisation budgétaires par lesquelles tous ces pays sont passés, nous constatons que chaque pays a suivi un programme qui lui est approprié. La libéralisation au Machrek était en effet plus rapide notamment en Jordanie. En effet, malgré l'instabilité économique en présence au début des réformes et la faillite de trois de ses banques, la libéralisation des taux en Jordanie s'est produite en l'espace de deux années sans provoquer de nouveaux déséquilibres. En Egypte la libéralisation des taux,

bien qu'ayant un aspect rapide n'était pas totale puisque quelques taux liés à certains secteurs publics restaient bonifiés. Au Maghreb, la libéralisation des taux était graduelle voir même très lente.

Par ailleurs, les étapes de réformes n'ont pas été suivies dans un ordre clair. La stabilisation économique était souvent accompagnée par d'autres mesures de réformes tels que l'introduction d'instruments de contrôle monétaire indirects (Maroc, Tunisie) ou la libéralisation rapide des taux (Egypte, Jordanie). De même, la restructuration bancaire a été appliquée en même temps que la mise en place de règles de supervision ou le développement du marché monétaire. Cet enchevêtrement dans l'application des réformes a cependant donné des résultats relativement satisfaisants.

C'est ce que nous avons constaté dans le sixième chapitre que nous avons consacré à l'analyse des résultats des réformes. Cette analyse a permis de percevoir un retour progressif à des taux réels positifs et une croissance de l'épargne financière et des crédits au secteur privé. Mais les imperfections observées dans la conduite des réformes n'ont pas permis d'atteindre de meilleurs résultats. Les méthodes de libéralisation ont été en effet, très lentes (Maghreb) et la restructuration bancaire s'est souvent heurté à une réglementation inadéquate. Même dans les pays où la libéralisation a été rapide (Jordanie et l'Egypte), celle-ci n'a concerné que les taux d'intérêt et la recapitalisation ou la mise en faillite des banques en souffrance. La promulgation de nouvelles lois bancaires dont le but est de promouvoir la concurrence du système financier n'a été effective qu'en 2000 en Jordanie et en 2003 en Egypte. De plus, dans la plus part des pays, les banques continuent à souffrir d'un poids important de créances irrécouvrables et d'un niveau très faible de provisions qui leur sont liées. De même, les réformes n'ont concerné que l'aspect macro-financier (croissance de l'épargne financière et amélioration de l'allocation des crédits). La micro-finance a été placée au second plan. Cette négligence a eu pour conséquence un manque de concurrence et une faible performance bancaire.

L'intérêt porté à l'amélioration de la qualité du personnel des banques a aussi été négligé. La Jordanie, semble être le seul pays de la région à investir en ressources humaines par l'envoi de jeunes diplômés en formation spécialisée à l'étranger ou par la mise en place d'un système de formation continue en techniques bancaires.

L'investissement en capital humain en même temps que l'application des réformes a favorisé le développement des aptitudes du personnel des banques notamment ceux de la Banque Central ce qui a facilité la mise en place d'un système de supervision bancaire rigoureux qui a atténué les erreurs passé en matière de gestion et de contrôle bancaire. La Jordanie est considérée dans ce sens le pays le plus rigoureux en matière de supervision bancaire.

Les caractéristiques très particulières que présentent chaque pays nous ont conduit à procéder à une estimation économétrique qui nous a permis de mesurer à travers un modèle de durée, les probabilités de réussite des réformes. Il s'agit dans notre cas d'évaluer la probabilité d'atteindre l'objectif de développement financier après quelques années de réformes sachant que ces pays présentaient les mêmes caractéristiques économiques au début des réformes. Pour cela, nous avons introduit plusieurs variables économiques et sociales afin de voir quelles sont parmi ces variables celles qui sont susceptibles d'influencer positivement ou négativement la probabilité escomptée: c'est à dire celle d'atteindre l'objectif de développement financier. Les résultats que nous avons obtenus montrent que la stabilité économique et les conditions économiques initiales influencent positivement la probabilité de sortie des réformes. Les faibles performances du système financier en Algérie après dix années de réformes peuvent ainsi trouver une partie d'explication dans les mauvaises conditions initiales. Le choix du type de réformes joue aussi un rôle non négligeable. En effet, les pays qui ont choisi des réformes rapides semblent arriver à stabiliser leur économie dans des délais relativement courts.

L'ouverture du pays vers l'extérieur est un facteur qui ne manque pas d'importance. Les revenus reçus de l'étranger soit par l'intermédiaire des aides extérieurs ou par les recettes d'exportations permettent aux pays bénéficiaires de disposer de revenus importants qui renforcent le processus de réformes. Le cas de la Jordanie montre bien l'effet positif que peut engendrer l'entrée de capitaux dans le pays. L'Algérie montre cependant un cas inverse. Les revenus pétroliers ont permis aux autorités algériennes de maintenir une croissance positive mais ne semblent pas avoir un effet sur la durée des réformes. L'instabilité politique était aussi un frein aux réformes. Le coefficient de la variable politique introduite dans le modèle est positif ce qui montre

que la probabilité de sortie dans un pays où règne une instabilité politique comme est le cas de l'Algérie, est faible.

La réussite des réformes n'est pas liée seulement aux méthodes suivies et à la bonne volonté des gouvernements qui l'appliquent, l'aspect géographique et géopolitique a joué aussi un rôle non sans importance. En effet, en plus des efforts déployés par les autorités jordaniennes dans l'application des réformes, la Jordanie a bénéficié au début des réformes, de la situation politique très instable de la région suite à la guerre du Golfe. Cette guerre a obligé les émigrés jordaniens installés au Koweït à prendre refuge dans leur pays natal et à transférer leurs argent et leurs investissements en Jordanie. Durant les années qui ont suivi cette guerre, la Jordanie a observé un développement très important dans l'investissement et les crédits bancaires qui leur sont associées. L'Égypte n'a pas bénéficié des mêmes avantages bien qu'une partie de sa dette extérieure ait été supprimée suite à sa participation à cette guerre. En effet, le développement de l'instabilité interne suite aux attentats de Luxor en 1995 a eu pour conséquence la baisse des revenus du tourisme pendant les années qui ont suivi ce qui a affecté l'équilibre budgétaire et poussé l'État à faire appel au financement monétaire du budget (le seignuriage) afin de faire face aux opérations d'assainissements bancaires.

Contrairement au Machrek, la relative stabilité politique au Maghreb (Maroc, Tunisie) a créé un climat paisible qui a facilité le déroulement des réformes. La Tunisie constitue dans ce sens, un exemple intéressant dans la mesure où l'application des méthodes de libéralisation financière a permis le développement des techniques de Marketing bancaire, de la monétique et même un début de concurrence entre les banques privées. Ceci apparaît très bien à travers la concurrence entre deux banques de la place : La Société Financière de Crédit Tunisien (CFCT) et la Banque Internationale Arabe de Tunisie (BIAT) qui se disputent les parts du marché des dépôts tout en appliquant des techniques marketing différentes. Mais les résultats prometteurs de la libéralisation financière en Tunisie restent encore insuffisants devant les réticences des autorités à ouvrir le marché bancaire aux investisseurs étrangers. Le Maroc en ce sens semble être très avancé.

L'Algérie constitue le cas particulier du groupe. Avec des réformes appliquées en retard par rapport à ses voisins et une instabilité économique et politique accrue au

début des réformes, l'Algérie présentait toutes les caractéristiques d'une économie au bord du chaos. De plus, la mauvaise volonté des autorités dans la conduite des réformes et leur manque de crédibilité additionné à la faillite de deux banques privées nouvellement constituées retarde le développement du système financier bien que l'inflation semble maîtrisée et la croissance stabilisée. Après dix années de réformes le système financier en Algérie semble être resté au même point de départ.

L'analyse des méthodes de réformes financières au MMA a révélé encore une fois qu'il n'existe pas de mesures générales susceptibles d'être appliquées à tous les pays. Dire qu'il existe des conditions préalables qui assurent le succès des réformes est à notre sens non approprié. Les situations économiques, juridiques et politiques sont tellement différentes entre les pays que le succès d'une politique de réformes donnée dans un pays peut avoir des résultats extrêmement opposés dans un autre.

C'est pourquoi, la théorie de la libéralisation a souligné la nécessité de tenir compte des conditions économiques préalables. La prise en compte de ces conditions permet aux gouvernements de choisir les réformes les plus adaptées au pays. Mais ne tenir compte que de la situation économique initiale est insuffisant à notre avis. L'instabilité politique, très souvent à l'origine de l'instabilité sociale peut porter atteinte au succès des réformes même dans un pays où règne une stabilité économique. La crédibilité de l'Etat joue dans ce sens un rôle très important. Dans les systèmes politiques où l'élément confiance n'existe pas, toute tentative de réforme des gouvernements est vouée à l'échec. Ceci est bien apparent en Algérie depuis le début des années quatre-vingt-dix. De même, la stabilité politique en Jordanie a beaucoup favorisé la libéralisation rapide, de type « big-bang » et ce malgré la présence d'un fort déséquilibre économique au début des réformes.

Mais quelle que soit la méthodologie de réformes choisie, certaines mesures doivent être respectées. Il s'agit notamment de veiller au bon fonctionnement du système financier par l'application d'une régulation et d'une supervision bancaire adéquate. La mise en conformité des banques aux normes de contrôle et de gestion internationales assure l'efficacité du système et le prédispose à la concurrence internationale. Aucune directive n'est soulignée dans ce sens. Chaque Etat est libre de

choisir la méthode qui lui convient le plus. Mais des mesures progressives sont souvent conseillées dans les pays dans lesquels l'approfondissement financier est très faible.

Il serait ainsi plus intéressant dans l'analyse des méthodes de réformes financières de procéder à des études plus approfondies par pays afin de pouvoir mieux expliquer le choix et même parfois le changement de ces méthodes. L'effet des facteurs externes sur le succès ou non des réformes est une autre piste à exploiter. De même, les facteurs internes (politiques et sociaux) tels que le changement des régimes politique et/ou des habitudes de consommation ainsi que l'amélioration du niveau d'éducation sont des facteurs qui ne manquent pas d'importance. Se limiter qu'aux facteurs économiques pour analyser les résultats des réformes est à notre avis très restrictif. Les facteurs sociaux, politique et même psychologiques influencent le plus souvent le déroulement des réformes dans les pays en développement. Les éléments explicatifs des méthodologies des réformes au MMA ainsi que l'analyse des résultats doivent être approfondis d'avantage.







## BIBLIOGRAPHIE

- ABDELFADIL MOHAMED (1994), "Safety Nets and Financial Efficiency in the Adjusting *Egyptian Economy*", *OCDE, Technical papers* n°102.
- ADAM C (1995), "Fiscal Adjustment, Financial Liberalization, and the Dynamic of Inflation: Some Evidence from Zambia", *World Development*, volume 23, n°5, 735-750.
- ADEKUNLE, J.O (1968), "The Demand For Money: Evidence from Developed and less Developed Economies", *IMF/WP/* volume XV, n°2
- AGENOR P.R & MONTIEL P.J, (1999), "Financial Market, Capital Mobility and Monetary Policy" in *Development Macroeconomics*, (2<sup>nd</sup> ed), chapter 5, 151-167.
- (1999), "Financial Commercial Reforms and Exchange Rate, in *Development Macroeconomics*, (2<sup>nd</sup> ed), chapter 14.
- AGOSIN MANUEL R. (1994), "Saving and Investment in Latin America" *UNCTAD Discussion Paper*, n°90.
- AHMAD S. EHTISHAM (1991), "Jordan: Restructuring Public Expenditures and Protecting the Poor", *IMF/WP/91/82*.
- AHUMADA, H (1992), « A Dynamic Model of the Demand for Currency: Argentina 1977-1988 », *Journal of Policy Modeling*, volume 14, n° 3, 335-61.
- AÏT AMARA H (1995), « La dynamique de la croissance à long terme de l'économie algérienne » *Economie et Sociétés*, Tome XXIX, n°6, 129-150.
- AKYÜZ YILMAZ (1994), "Libéralisation Financière: Mythes et Réalités", *Revue Tiers Monde*, Tome XXXV, n°139, 521-555.
- AL-ANTARY SALWA (1990), « Les transformations du système bancaire égyptien depuis le début des années 1970 », *Revue du tiers Monde*, TomeXXXI, n° 121, 165-183.
- ALEXANDER, W.E, BALINO THOMAS, J.T ET ENOCH CHARLES (1995), "L'adoption d'instruments indirects de politique monétaire", *Fond Monétaire International, étude spécial*.
- ALLEN D.S & NDIKUMANA. L (2000), « Financial Intermediation and Economic Growth in Southern Africa", *Journal of African Economies*, volume 9, n° 2, 132-160.
- ALY AHMAD A.H.M (1993), "Obstacles to Promoting Securities Markets in Developing Countries: The Case of Egypt", *Saving and Development*, n°1, 91-106.
- AMANO R.A (1998), "On the Optimal Seigniorage Hypothesis", *Journal of Macroeconomics*, volume 20, n°2, 295-308.
- AMER. B, MOHAMED A. EL-ERIAN & THOMAS H, (1997), "Growth, Investment, and Saving in the Arab Economies", *IMF Working Paper*, n°85.
- ANDERSEN B. T. & TARP. F (2003), "Financial Liberalization, Financial Development and Growth in LDCs", *Journal of International Development*, n°15, 189-209.
- ANORUO, E & AHMAD YUSUF (2001), "Causal relationship between domestic savings and economic growth: Evidence from seven Africa countries", *African Development Review*, volume 13, n°2, 238-249.
- ANTHONY S. COURAKIS (1984), "Constraints on Bank Choices and Financial Repression in Less Developed Countries" *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, volume 46, n° 4, 341-370.
- ARESTIS P & DEMETRIADES P (1999), "Financial Liberalization: the Experience of Developing Countries", *Eastern Economic Journal*, volume 25, n°4, 441-457.
- & PANICOS DEMETRIADES (1999), "Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence", *The Economic Journal*, volume 107, n° 442, 783-799.
- ARIZE, A.C (1994), "A Re-Examination of the Demand for Money in Small Developing Economies", *Applied Economics*, n° 26, 217-228.
- ARRIETA, G.M. GONZALES (1988), "Interest Rate, Savings and Growth in LDC'S: An Assessment of Recent Empirical Research", *World Development*, volume 16, n° 5, 589-604.
- ARUN T.G & TURNER J.D (2002), "Financial Sector Reforms in Developing Countries: The Indian Experience" *The World Economy*, volume 25, n°3, 429-445.

- ASILIS. Y, HENDRY D.F & STARR R.M (1993), " Money Demand During Hyperinflation and Stabilization: Bolivia, 1980-1988", *Economic Inquiry*, volume 31, n°2, 262-273.
- AZAN J.P (1996), "Savings and Interest Rate: The Case of Kenya", *Savings and Development*, volume 20, n°1, 32-44.
- AIZENMAN, JOSHUA & MARION, NANCY (1999) "Volatility and Investment: Interpreting Evidence from Developing Countries", *Economica*, volume 66, n°127, 157-79
- BACCHETTA P & CAMINAL R. (1992), "Optimal Seigniorage and Financial Liberalisation", *Journal of International Money and Finance*, volume 11, n° 6, 518-538.
- BANDIERA O, CAPRIO JR.G & SCHIANTARELLI F (1999), " Does Financial Reform Raise or Reduce Savings", *The World Bank, Working Paper*, n° 2062.
- BANQUE MONDIALE (1985), Rapport sur le développement dans le monde : *Les mouvements internationaux de capitaux et le développement économique : Indicateurs du développement dans le monde »*.
- BANQUE MONDIALE (1989), Rapport sur le développement dans le monde: «*Systèmes financiers et développement. Indicateurs de développement dans le monde »*.
- BANQUE MONDIALE, (1996), Rapport sur le développement dans le monde: «*De l'économie planifiée à l'économie de marché »*.
- BAPTISTE VENET, (1994), " Libéralisation Financière et Développement Economique: Une revue Critique de la Littérature", *Revue d'Economie Financière*, n°29, 87-111.
- BARNETT, W.A (1980), "Economic Monetary Aggregates: An Application of Index Number and Aggregation Theory", *Journal of Econometrics*, volume 14, n°1, 11-48.
- BARRO R & S. FISHER (1976), "Recent Development in Monetary Theory", *Journal of Monetary Economics*, n°2, 133-168.
- (1991), « Economic Growth in a Cross Section of Countries" *Quarterly Journal of Economics*, n° 56, 407-443.
- BARTH J, CAPRIO G & LEVINE.R (1999), " Banking System Around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability", *World Bank, Working Paper*.
- (2002), "Bank Regulation and Supervision: What Works Best?" *NBER/WP/02/9323*.
- BAUMOL, W.J (1952), "The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach", *Quarterly Journal of Economics*, n°66, 545-556.
- BRANA SPHIE (1999), "Systèmes financiers et croissance en méditerranée: Une analyse comparative", *Revue d'Economie Financière*, n° 52.
- BECK THORSTEN, DEMIRGUC-KUNT, A & LEVINE ROSS (2000), "A New database on the structure and development of financial sector", *The World Bank Economic Review*, n°14, 597-605.
- & Maksimovic, V (2003), "Bank competition, financing obstacles and access to credit", *World Bank Policy Research, working paper*, n° 2996.
- BELKAHIA RACHID (1997), "Le renouveau et les perspectives du marché des actions de la bourse des valeurs de Casablanca", *Revue TFD*, n° spécial, juin 1997, 3-19.
- BELKEZIZ-LARAQUI NAZIHA (1998), "Vers une dynamisation du marché boursier marocain", *Dar Nachr Al-Maârif, Rabat, Maroc*.
- BEN BERNANKE & GERTLER. M (1990), "Financial Fragility and Economic Performance", *Quarterly Journal of Economics*, volume 105, n°1, 87-114.
- BENCIVENGA V.R & SMITH B.D (1991), "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *The Review of Economic Studies*, volume 58(2), n°194, 195-209.
- BENHABIB JESS & M. SPIEGEL (2000), " The Role of Financial Development in Growth and Investment", *Journal of Economic Growth*, volume 5, n°4 341-460.
- & JOVANOVIC, B (1991), "Externalities and Growth Accounting", *American Economic Review*, n° 81, 82-113.
- BENISSAD HOCINE(1991), "*La Reforme Economique en Algérie*", Office des Publications Universitaires, Algérie.
- BENSTON, G.J (1983), "Deposit Insurance and Bank Failures", *Federal Reserve of Atlanta, Economic Review*, 4-17.

BERGER ALLEN.N, HASAN.I & KLAPPER L.F (2003), "Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance", *World Bank, Working Paper*, n°3105.

BERNANKE, B.S (1986), "Alternative Explanations of the Money-Income Correlation", *CRCS on Public Policy*, volume 25, 49-99.

BERNANKE. B.S & BLINDER, A.S (1988), "Credit, Money and Aggregate Demand", *American Economic Review*, n° 78, 435-439.

—————(1992), "The Federal Fund Rate and Channels of Monetary Transmission", *American Economic Review*, n° 83, 901-921.

BERRADA MED AZZEDINE (1998), « Les nouveaux marchés des capitaux au Maroc », Edition SECEA, Casablanca, Maroc.

BERTHELEMY J.C & VAROUDAKIS A (1994), « Intermédiation financière et croissance endogène », *Revue Economique*, volume 45, n° 3, pages, 737-766.

BERTHELEMY J.C (1995), « Développement financier et croissance », *Revue TFD*, n°38-39, 12-18.

—————& VAROUDAKIS A (1996a), « Models of Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries » *Studies in Development Economics*, volume 6, 7-34, Hermes N. Lensink R editions. Routledge: London and New York.

—————(1996b), *Financial Development Policy and Growth*, Paris: OCDE, Serie "Croissance à long terme".

—————(1998), « Développement financier, réformes financières et croissance : Une approche en données de panel », *Revue Economique*, volume 49, n°1, 195-206.

—————& BENTAHAR N, (2004), « Financial Reforms and Financial Development in Arab Countries », *Journal of Development and Economic Policies*, volume 7, n°1, 33-69.

BHARGAVA A, L. FRANZINI & W. NARENDRANATHAN (1982), "Serial Correction and the Fixed Effects Model", *Review of Economic Studies*, n° 49, 533-550.

BISAT A, EL-ERIAN, M.A., EL-GAMAL, M & MONGELLI, F.P (1996), "Investment and Growth in the Middle East and North Africa" *IMF/WP/96/ 124*.

—————& THOMAS HELBLING (1997), "Growth, Investment, and Saving in the Arab Economies", *IMF, Working Paper*, n°85.

BLANCHIER DOMINIQUE (1989), "Afrique Méditerranéenne », *Revue TFD*, n°16, 26-36.

BLEJER MARIO & SAGARI SILVIA (1987), "The Structure of the Banking Sector and the Sequence of Financial Liberalization", in *Economic Reform and Stabilization in Latin America* edited by Connolly Michael and Claudio Gonzalez-Vega, New York, Westport, Connecticut, London.

—————& CHEASTY A (1991), "The Measurement of Fiscal Deficits: Analytical and Methodological Issues", *Journal of Economic Literature*, volume XXIX, n°4, 1644-1676.

—————GUILLERMO A. C., CORICELLI F AND GELB ALAN H (1993), "Eastern Europe in Transition: From Recession to Growth", *World Bank Discussion Papers*, n° 196.

BLINDER, A.S (1987), "Credit Rationing and Effective Monetary Supply Failures", *The Economic Journal*, n° 97, 327-352.

BOLNICK, B.R (1975), "A note on the behaviour of the proximate determinants of Money in Kenya", *Eastern Africa Economic Review*, volume 7, n°1, 79-94.

BOSSONE BIAGIO, HONAHAN P & LONG M.F (2000), « Policy for Small Financial Systems' in *Financial Sector Policy for Developing Countries: A Reader* », edited by Caprio G, Honohan P and Vittas D, World Bank and Oxford University Press.

BOUDABOUS A (1997), « La bourse de Tunis Bilan et perspectives », *Revue TFD*, n°47, 69-93.

BOUHOUCHE MED TAHAR (1996), "Le système financier algérien", *Revue TFD*, n°44/45, 64-66.

Bourse des Valeurs mobilières de Casablanca : Fact Book 2003.

BRACK ESTELLE (1999), "Libéralisation du système financier et développement économique : Le cas tunisien » *Revue TFD*, n°55-56, 84-99.

BURKETT PAUL (1987), "Financial Repression & Financial Liberalisation in the third World: A contribution to the Critique of Neo-classical Development Theory", *Review of Radical Political Economy*, volume 19, n°1, 1-21.

BURKI SHAHID JAVED, EDWARDS S. & AIYER SRI-RAM, 1995, "Annual World Bank Conference on Development in Latin America and The Caribbean: The Challenges of reform", World Bank Latin America.

CALVO G.A & LEIDERMAN L. (1992), "Optimal Inflation Tax Under Precommitment: Theory and Evidence", *The American Economic Review*, volume 82, n° 1, 179-194.

CANNAN, E (1921), "The Application of the Theoretical Apparatus of Supply & Demand to Units of Currency", *The Economic Journal*, volume 31, n°124, 453-461.

CAPRIO. JR.G, ATTIYAS I, & HANSON JAMES A (1993), "Financial Reform: Lesson and Strategies", *World Bank, Working Paper*, February 1993.

—————& CULL ROBERT (2000), "Bank Privatization and Regulation for Egypt", *The Egyptian Center for Economic Studies (ECES)*, Distinguished lecture series 15.

CASELLI CARLA (1984), "Aspects of Financial Evolution in the African Countries", *Savings and Development*, volume VIII, n°3, 217-242.

Central Bank of Egypt (2003), "Egyptian Banking Sector Reform Policy: Areas of Future Actions", *Central Bank Studies*, July 2003.

CHALK, N, A. JBILI, V. TREICHEL & J. WILSON (1996), "Financial Structure and Reforms in Building on Progress: Reform and Growth in the Middle East and North Africa", IMF, 35-55.

CHAMBAS G & J.L COMBES (1995) "Déficit public et épargne privée dans les pays africains de la zone franc", *Revue canadienne d'études du développement*, volume XVI, n°2, 261-276.

CHAMLEY C (1991) "Taxation of Financial Assets in Developing Countries", *The World Bank Economic Review*, volume 5, n°3, 513-533.

—————& Honahan P (1993), "Financial Repression and Bank Intermediation" *Saving and Development*, n°3, 301-308.

CHANDAVARKAR A (1992), "Of Financial and Development: Neglected and Unsettled Question", *World Development*, (January), volume 20, 133-142.

CHAPPLE SIMON (1990), "A Sequence of Errors? Some Notes on the Sequencing of Liberalization in Developing Countries, *UNCTAD, Occasional Paper*, n° 31.

CHARLES A. & BANKIM C (1992), "Growth, Productivity and the rate of return on capital", *IMF Working paper*, n° 35.

CHAUFFOUR, J.P, EKEN SENA, EL-ARIAN MED A & FENNELL S, (1996), "Growth and Financial Stability in the Middle East and North Africa" *Finance end Development*, Volume 33, n°1, 46-48.

CHEN BAIZHU (1997), "Long-run Money Demand and Inflation in China", *Journal of Macroeconomics*, volume 19, n°2, 609-617.

CHO YOON JE (1986), "Inefficiencies from Financial Liberalization in Absence of Well Functioning Equity Market" *Journal of Money, Credit and Banking*, volume 18, n°2

————— (1988), "The Effect of Financial Liberalisation on the Efficiency of Credit Allocation: Some evidence from Korea", *Journal of Development Economics*, (July), Volume 29, n°1, 101-111.

————— (1990), "McKinnon – Shaw versus The Neo-Structuralists on Financial Liberalisation: A Conceptual Note", *World Development*, volume 18, n°3, 477-480.

—————& KHATKHATE DEENA (1989), "Lesson of Financial Liberalization in Asia: A comparative Study" *World Bank Discussion Papers*, n° 50.

CHOUDHRY, T (1995a), "Long Run Money Demand Function in Argentina During 1935-1962: Evidence from Cointegration and Error Correction Models", *Applied Economics*, volume 27, n° 8, 661-667.

————— (1995b), « High Inflation Rates and the Long Run Money Demand Function: Evidence from Cointegration Tests », *Journal of Macroeconomics*, volume 17, n°1, 77-91.

CHRISTIANO, L.J & EICHENBAUM, M (1992), "Liquidity effects and the monetary transmission mechanism", *American Economic Review*, n°82, 346-353.

CLAASSEN EMIL (1985), « *Macroéconomie* », édition Dunod,

CLAESSENS STIJN (1997), "Banking Reform in Transition-Countries", *World Bank Report*, World Bank, June 1996.

- & LUC LAEVEN (2003), “What Drives Bank Competition? Some International Evidence”, *World Bank Policy Research, Working Paper*, n° 3113.
- CLARKE ROLAND (1996), “Equilibrium Interest Rate and Financial Liberalisation in Developing Countries”, *The Journal of Development Studies*, Volume 32, n°3, 391-413.
- COLE C. DAVID & SLADE F. BETTY (1991), “Reform Financial Systems” in *Reforming Economic Systems In Developing Countries*, Harvard Institute for International Development, Edited by Dwight H. Perkins and Michael Romer, 313-340.
- COLLIER P & MAYER C. (1989), “ The Assessment: Financial Liberalisation, Financial Systems and Economic Growth”, *Oxford Review of Economic Policy*, Volume 5, n° 4, 1-12.
- & GUNNING J.W (1997), “Explaining African Economic Performance”, mimeo, Centre for Study of African Economies, University of Oxford, Department of Economics, Free University, Amsterdam.
- & GUNNING J.W (1991), “Money Creation and Financial Liberalization in a Socialist Banking System: Tanzania 1983-1988”, *World Development*, volume 19, n° 5.
- COOK DAVID (1999), “The liquidity effect and monetary demand”, *Journal of Monetary Economics*, n° 43, 377-390.
- COOPER, R.W & JOHRI, A (1996), “Dynamic complementarities: A quantitative analysis”, *NBER/WP/5961*.
- CORDEN W.M (1989), « Macroeconomic Adjustment in Developing Countries » *The World Bank Research Observer*, volume 4, n°1, 1-38.
- CORNUT CHARLES (2000), “Le fonds de garantie des dépôts », *Revue d'économie financière*, volume 5, n° 60, 219-224.
- COTORELLI, NICOLA & MICHELE GAMBERA (2001), “Banking Market Structure, Financial Dependence and Growth: International Evidence from Industry Data”, *Journal of Finance*, n°56, 617-648.
- CREANE S, GOYAL R, MOBARAK, A.M & SAB RANDA (2003), “Further reform of financial sectors holds promise for the MENA countries” *IMF, Finance and Development*, n°1.
- CUEVAS C.E (1988), “Intermediation Costs in an Agricultural Development Bank: A cost-Function Approach to Measuring Scale Economies” *American Journal of Agricultural Economics*, volume 70, n°2, 273-280.
- CUTHBERTSON K & D BARLOW (1991), “Money Demand Analysis: An Outline”, in *Money and Financial Markets*, ed. by Mark P.Taylor (Cambridge, Massachusetts: Basil Blackwell, Inc)
- DARRAT A (1984), “The Monetary Demand Relationship in Saudi Arabia: An Empirical Investigation”, *Journal of Economic Studies*, n°11, 43-50.
- (1986a), “Monetization and Stability of Money Demand in Developing Countries: The Latin America Case”, *Saving and Development*, volume 1, 59-71.
- (1986b), “The Demand for Money in some Major OPEC Members: Regression Estimates and Stability Results”, *Applied Economics*, volume 18, n°2, 127-142.
- & AL-MUTAWA, A (1996), “ Modelling money demand in the United Arab Emirates”, *The Quarterly Review of Economics and Finance*, volume 36, n°1, 65-87.
- (1999), “Are Financial deepening and Economic Growth Causality Related? Another Look at The Evidence”, *International Economic Journal*, volume 13, n° 3, 19-35.
- DEAN MOUTAIN.C & HUGH.T (1999) “ Factor Price Misspecification in Bank Cost Function Estimation” volume 9, n°2 (163-182).
- Deaton, A (1991), “Saving and Liquidity Constraints”, *Econometrica*, volume 59, 1221-1248.
- DE GREGORIO JOSÉ (1991), “Welfare Costs of Inflation, Seigniorage and Financial Innovation”, *IMF: Staff Papers*, volume 38, n° 4, 675-704.
- & GUIDOTTI, PABLO, E (1995), “Financial Development and Economic Growth” *World Development*, volume 23, n°3, 433-448.
- DE HAAN J, ZELHORST D & ROUKENS O (1993), “Seigniorage in Developing Countries”, *Applied Financial Economics*, n° 3, 307-314.
- DE MELO J, PASCALE R & TYBOUT J.R (1985), “Uruguay 1973-1981: The Interplay of Real and Financial Shocks”, *World Bank Staff, working paper*, n° 696.

- (1986), “The Effects of Financial Liberalization on Saving and Investment in Uruguay”, *Economic Development and Cultural Change*, n° 34, 561-588.
- (1986), “The Effects of Financial Liberalization on Saving and Investment in Uruguay” *Economic Development and Cultural Change*, volume 34, n°3, 561-587.
- DEMETRIADES P.O & HUSSEIN K.A (1996), “Does Financial Development Cause Economic Growth? Time Series Evidence from 16 Countries”, *Journal of Development Economics*, volume 51, n°2, 387-411.
- & ARESTIS P (1997), “Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence”, *The Economic Journal*, volume 107, n° 442, 783-799.
- & LUINTEL, K.B. (1997), “The Direct Costs of Financial Repression: Evidence from India”, *The Review of Economics and Statistics*, volume LXXIX, n°2, 311-319.
- DEMIRGÜÇ-KUNT ASLI & DETRAGIACHE ENRICA (1998), “Financial Liberalization and Financial Fragility”, World Bank, the International Bank for Reconstruction and Development, *Annual World Bank Conference on Development Economics*.
- (2002), “Does deposit insurance increase banking system stability? An empirical investigation”, *Journal of Monetary Economics*, volume 49, n°7, 1373-1406.
- DIAZ-ALEJANDRO C (1985), “Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash”, *Journal of Development Economics*, n°19, 1-24.
- DIMASSI HASSINE (1983), “La crise économique en Tunisie: Une crise de régulation”, *Revue Maghreb-Machrek*, Quatrième trimestre, 57-70.
- DIXIT, A. K. & R. S. PINDYCK (1994): *Investment Under Uncertainty*, Princeton University Press
- DOOLEY M.P & MATHIESON D.J (1987), “Libéralisation financière dans les pays en développement”, *Finances et Développement*, 31-34.
- DOMAR, E (1946), «Capital Expansion, Role of Growth and Employment », *Econometrica*, volume 14, n°2, (137-147).
- (1947), Expansion and Employment”, *American Economic Review*, n°37, (34-35).
- DORNBUSCH R. & REYNOSO A (1989), «Financial Factor in Economic Development», *The American Economic Review*, volume 79, n°2, 204-209.
- & GIOVANINI, A (1990), “Monetary Policy in the Open Economy”, in Benjamin, M. Friedman and Frank, H. Hahn editions, *Handbook of Monetary Economics*, Amsterdam: North-Holland, 1231-1303.
- & S. FISHER (1990), “*Macroeconomics*”, New York: McGraw-Hill, 5<sup>th</sup> edition.
- (1993), *Stabilisation Debt and Reform*. Edition: Harvester Wheatshear, Page 18.
- DRAKE, P.J (1980), “*Money, Finance and Development*”, New York: John Wise and Sons.
- DUBOIS JEAN MARC (1994), « Les bourses du Maghreb : Les contraintes de l’émurgence » *Revue d’Economie Financière*, n°29, 191-200.
- DUPUY M. (1993), “Essai de vérification de la théorie du seigneurage optimal pour les pays de la CEE” *Revue d’économie politique*, n°1, 107-129.
- (1992), «La question du seigneurage dans les pays de la CEE », *Revue d’intégration européenne*, volume 15, n° 2-3, 195-216.
- DURLANF, S.N (1993), « Non-ergodic economic growth », *Review of Economic Studies*, n° 60, 349-366.
- EASTERLY W, SCHMIDT-HEBBEL K (1993), “Fiscal Deficit and Macroeconomics Performance in Developing Countries”, *The World Bank Research Observer*, volume 8, n°2, 211-237.
- EBOUBE CHICOT (1990), “Les effets macro-économiques de la répression financière dans les PED” *Economie Appliquée*, Tome LXIII, n°4, 93-121.
- Economic Research Forum (1996), “Economic Trends in the MENA Region”, *ERF Indicators Series*.
- Economic Research Forum (1996), « Economic Trends in the MENA Region », Indicators Series, ERF: 1996.
- Economic and Social Survey of Africa: United Nations: Economic Commission for Africa, 1994-1995.

EDUARDO LEVY YEYATI (1996), "Investment in Inflationary Economies", *IMF Working Paper*, n° 105.

EL-ERIAN MED A & FENNELL SUSAN (1997), "The Economy of Middle East and North Africa", IMF, Middle Eastern Department.

————— & MOHIELDIN M (2000), « *Financial Development in Emerging Markets: The Egyptian Experience* », edited by The Egyptian Center for Economic Studies and The International Center for Economic Growth.

EL-REFAIE FAIKA (2001), "The Coordination of Monetary and Fiscal Policies in Egypt", *The Egyptian Center for Economic Studies (ECES)*, working paper, n°54.

EL-SHAZLY ALAA (2000), "Incentive-Based Regulations and Bank Restructuring in Egypt", *ERF Working paper*, 200-240.

ELTONY NAGY M (2004), "Quantitative Measures of Financial Sector Reform in the Arab Countries", *Arab Planning Institute (API)*.

European Bank for Reconstruction and Development, Transition report (2000): « Employment, Skills and Transition ».

EVANS O, LEONE, A.M, GILL.M, HILBERS. P (2000), "Macro-prudential Indicators of Financial System Soundness", *IMF, Occasional Paper*, n° 192.

FAIG MIQUEL (1988), "Characterization of the Optimal Tax on Money when it Functions as a Medium of Exchange", *Journal of Monetary Economics*, n°22, 137-148.

FANNY W. & A.P. THIRLWALL (1994), "Interest Rate, Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-1990: Test of the Financial Liberalisation Hypothesis", *The Journal of Development Studies*, Volume 30, n°3, 629-649.

FEENSTRA ROBERT (1986), "Functional Equivalence Between Liquidity Costs and Utility of Money", *Journal of Monetary Economics*, volume 17, 271-291.

FELDSTEIN, M & HORIOKA, C (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows" *Economic Journal*, n°90, 314-329.

FISCHER B (1981), "Seigniorage and Fixed Exchange Rates: An Optimal Inflation Tax Analysis", *NBER/WP/783*.

————— (1989), "Savings Mobilization in Developing Countries: Bottlenecks and Reform Proposals", *Saving and Development*, Volume XIII, n°2, pages: 117-131.

FISHER, I (1930), "The Theory of Interest", New York, Mac-Milan.

FISCHER, STANLEY (1982), "Seigniorage and the Case of a National Money", *Journal of Political Economy*, n°90, 295-313.

————— (1990) "Rules versus Discretion in Monetary Policy", in B. Friedman and F. Hahn editions, *Handbook of Monetary Economics*, Elsevier Science Publishers B.V, North-Holland, 1990.

————— (1993), "The Role of Macroeconomic Factors in Growth", *Journal of Monetary Economics*, volume 32, n° 3 pages: 485-512.

FLOUZAT. D (1991), « *Economie Contemporaine: Les Phénomènes monétaires* », tome2, édition Thémis, Presses universitaire de France.

FRENKEL, J.A (1977), "The Forward Exchange Rate, Expectations and the Demand for Money: The German Hyperinflation", *American Economic Review*, volume 67, n°4, 653-670.

FRIEDMAN M, (1956), "The Quantity Theory of Money: A Restatement", in *Studies in the Quantity Theory of Money*, ed. by Milton Friedman, Chicago: University of Chicago press.

————— & Schwartz, A (1963), "A Monetary History of the United States: 1867-1960" Princeton: Princeton University Press.

————— (1969), "The Optimum Quantity of Money" in *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, ed. by Milton Friedman, Chicago: Aldine Publishing Company.

————— (1971). "Government Revenue from Inflation", *Journal of Political Economy*, volume 79, n° 4, 846-856.

————— (1974), "A Theoretical Framework for Monetary Analysis" in R.J. Gordon edition, *Milton Friedman's Monetary Framework: A date with his Critics*, Chicago: University of Chicago Press, 1-62.



- (1977), “Time Perspective in Demand for Money”, *Scandinavian Journal of Economics*, volume 79, n°4, 397-416.
- FRITZ, R.G (1984), “Time Series Evidence of the Causal Relationship Between Financial Deepening and Economic Development”, *Journal of Economic Development*, Volume 9, n°1, 91-111.
- FRY, M.J (1978), “Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development”, *Journal of Money, Credit and Banking*, volume 10, n° 4, 464-475.
- (1980), “Saving, Investment, Growth and the Cost of Financial Repression” *World Development*, volume 8, n°4, 317-327.
- (1982), “Models of Financially Repressed Developing Economies”, *World Development*, volume 10, n° 9, 731-750.
- (1989), “Financial Development: Theories and Recent Experiences”, *Oxford Review of Economic Policy*, volume 5, n°4, 13- 28.
- (1993), “Financial Repression and Economic Growth”, The Birmingham Business School, International Finance Group, IFG/WP/07.
- (1995a), “Effets directs et indirects de la répression financière sur l’épargne: Un modèle à équations simultanées : Epargne, Investissement, Exportations, Croissance», revue TFD, n° 38-39, 19-21.
- (1995b), “*Money, Interest and Banking in Economic Development*”, John Hopkins University Press.
- (1997), “In Favour of Financial Liberalisation”, *The Economic Journal*, volume 107, n°442, 754-770.
- (1998), “Saving, Investment, Growth and Financial Distortions in Pacific Asia and other Developing Areas”, *International Economic Journal*, volume 12, n°1, 1-25.
- FUERST, T.S (1992), “Liquidity, loanable funds and real activity”, *Journal of Monetary Economics*, n°29, 3624.
- GALBIS V (1982), “Analytic Aspect of Interest Rate Policies in Less Developed Countries”, *Saving and Development*, n°2, 111-167.
- (1993), “High Interest Rate under Financial Liberalisation: is there a problem”, *IMF/WP/93/07*.
- (1994), “Sequencing of Financial Sector Reforms: A Review”, *IMF, Working Paper*, n°101.
- GAUTIER JACQUES (1991), “Financial Reform, Financial Policy and Bank Regulation”, in *The Evolving Role of Central Banks*, edited by, Patrick Downes and Reza Vaez-Zadeh, International Monetary Fund.
- GELB, ALAN H (1989), “Financial Policies, Growth and Efficiency”, World Bank, working Paper, n° 202.
- GELOS R.G & ROLDOS J (2002), « Consolidation and Market Structure in Emerging Market Banking Systems », *IMF/WP/02/186*.
- GERARD WALID (2001), “ Economie de la transition: Le dossier”, Centre d’Etudes Prospectives et d’Informations Internationales (CEPII), Document de travail n°8.
- GERARDO M. & ARRIETA G (1988), “ Interest Rate, Savings and Growth in LDCs: An Assessment of Recent Empirical Research”, *World Development*, volume 16, n°5, 589-605.
- GEWEKE, JOHN, (1986), “The Supraneutrality of Money in United States: An Interpretation of the Evidence”, *Econometrica*, volume 54 no. 1, 1-22.
- GHALI KHALIFA H (1999), “Financial Development and Economic Growth: The Tunisia Experience”, *Review of Development Economics*, volume 3, n°3, 310-322.
- GIBSON H.D & EUCLID TSAKALOTOS (1994), “The Scope and Limits of Financial Liberalization in LDCs: A Critical Survey”, *The Journal of Development Studies*, volume 30, n°3, 578-628.
- GIOVANNINI A (1985), “Savings and The Real Interest Rate in LDCs”, *Journal of Development Economics*, volume 18, n° 2-3, 197-217.
- & DE MELO M. (1993) “Government Revenue from Financial Repression”, *American Economic Review*, volume 83, n°4, 953-963.

- GIRARD JACQUES & HURST CHRISTOPHER (1994), "Investment and Growth: Quality versus Quantity", *European Investment Bank Papers*, n° 23, 39-55.
- GOFF BRIAN L. AND TOMA MARK (1993), "Optimal Seigniorage, The Gold Standard, and Central Bank Financing", *Journal of Money Credit and Banking*, volume 25, n° 1, 79-95.
- GOLDSMITH, R (1969), "Financial Structure and Development", New Haven: Yale University Press.
- GOLDBERG, LINDA S. B. GERARD DAGES & DANIEL KINNEY (2000), "Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Market: Lesson from Mexico and Argentina", *NBER Working Paper*, n° 7714.
- GRABER DOMINIQUE (1996), "La Bourse d'Amman", *Revue TFD*, n°44/45, 57-63.
- GRAIS WAFIK & KANTUR ZEYNEP (2003), "The Changing Financial Landscape: Opportunities and Challenges for the Middle East and North Africa", *World Bank Policy Research, Working Paper*, n° 3050.
- GRANGER, C.W (1969), "Investigating Causal Relationships by Econometric Models and Cross Spectral Methods", *Econometrica*, volume 37, n°3.
- GREENE, W.H (1997), "Econometric Analysis", New Jersey: Prentice-Hall International
- GREENWOOD J. & B.JOVANOVIC (1990), "Financial Development, Growth and Distribution of Income", *Journal of Political Economy*, volume 98, n°5 part 1, 1076-1107.
- & SMITH BRUCE (1995), "Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets", Rochester Center for Economic Research, Working paper, n°406
- GREGORIO, G AND GUIDOTTI, R (1995), "Financial Development and Growth", *World Development*, volume 23, n°3, 433-48.
- GUILLAUMONT. P (1985), "Economie du Développement: Dynamique interne du développement", Edition Thémis, Presses universitaire de France. Tome 2.
- GUPTA, K.L. (1984), « Financial intermediation, interest rate and structure of savings : Evidence from Asia », *Journal of Economic Development*, vol.9, n°1, pp.7-23
- & B. MOAZZAMI (1988), "Dynamic Specification and the Demand for Money Function", *Economics Letters*, volume 27, n°3, 229-231.
- & MOAZZAMI, B (1990), « Nominal versus Real Adjustment in Demand for Money Function », *Applied Economics*, n°22 (January), 5-12.
- GURLEY, J & SHAW, E (1955), "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, volume XLV, 515-538.
- (1960), "Money in a Theory of Finance" Washington, D.C: Brooking Institution.
- HACHEMI ALAYA (1991), "Monnaie et Financement en Tunisie", CERES productions et Centre d'Etudes, de Recherches et de Publication de l'Université de Droit, d'Economie et de Gestion, Tunis III.
- HADDAD L (1995), "Economic Liberalization in Tunisia: A Balance Sheet", *The Middle East Business and Economic Review*, volume 7, n°1, 29-40.
- HADJIMICHAEL M.T, NOWAK M., SHARER, R & TAHARI A., (1996) "Adjustment for Growth: The Africa Experience", *IMF Occasional Paper*, n° 143.
- & DHANESHWAR GHURA (1995) "Public Policies and Private Savings and Investment in Sub-Saharan Africa: An Empirical Investigation." *IMF/WP/*.
- , GHURA, D; MÜHLEINSEN M, NORD R & UÇER MURAT (1995), "Sub-Saharan Africa: Growth, Savings and Investment, 1986-1993", *IMF, Occasional Paper*, n°118.
- HAKIKI FOUAD (1989, "La régulation monétaire en Algérie", *Economie Appliquée et Développement*, n°18, 63-90.
- HAKIM SAM & NEAIME SIMON (1998), "Performance and Credit Risk in Banking: A Comparative Study for Egypt and Lebanon", *Economic Research Forum, working Paper*, n° 137.

- HALL, S.G, S.G.B HENRY & J.B WILCOX (1989), "Economics Reforms and Long-Run Money Demand in China: Implication for Monetary Policy" *Southern Economic Journal*, volume 60, n°4, 936-945.
- HAMBURGER, M.J (1977), "The Demand for Money in an Open Economy", *Journal of Monetary Economics*, volume 3, n°1, 25-40.
- HANDY HOWARD (1998), "Egypt, Beyond Stabilization, Toward a Dynamic Market Economy", *IMF, Occasional Paper*, n°163.
- (2001), "Monetary Policy and Financial Sector Reform in Egypt: The Record and the Challenge Ahead", *The Egyptian Center for Economic Studies (ECES)*, Working Paper, n°51.
- HANNAN, T (1991), "Bank Commercial Loan and the Role of Market Structure: Evidence from Surveys of Commercial Lending", *Journal of Banking and Finance*, n°15, 133-149.
- HANSON, J.A & C. NEAL (1984), "A review of Interest Rate Policy in Selected Developing Countries, 1970-1982", *World Bank Research Report*, n° 5391, World Bank, Washington D.C.
- HARROD, R.F (1948), "Towards a Dynamic Economics", Macmillan, London.
- HASSAN MOHAMED (2003), "Can Monetary Policy Play an Effective Role in Egypt?" *The Egyptian Center for Economic Studies (ECES)*, working paper, n°84.
- HATTAB-CHRISTMANN MALIKA (1999), "Réformes financières et structures financières de l'économie marocaine", *Revue TFD*, n°55/56, 100-111.
- HEATHER D. GIBSON & EUCLID TSAKALOTOS (1994), "The Scope and Limits of Financial Liberalization in LDC'S: A Critical Survey", *The Journal of Development Studies*, volume 30, n° 3, 578-628.
- HEBEL, K.S, SERVEN, L & SOLIMANO, A (1994), "Saving, Investment and Growth in Developing Countries: An Overview", *WB/WP/1382*.
- (1996), "Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies", *The World Bank Research Observer*, volume 11, n°1, 87-117.
- HELPER R.TIGERT (1999), «Ce que la garantie des dépôts peut et ne peut pas faire », *FMI, Finances et Développement*, 22-25.
- HERGLI MONCEF & BELHARETH M (1993), "La Libéralisation Financière dans les P.V.D: Quelques propos liminaires sur la nécessaire reformulation de ses bases conventionnelles" *Mondes en Développement*, Tome 21, n°84, 39-84.
- (1995), « Libéralisation financière et nouvelle régulation monétaire : Quelques propos sur le cas tunisien », *Monde en Développement*, Tome 23, n°89/90, 131-152.
- HERITAGE FOUNDATION (2004), Index of Economic Freedom, <http://www.heritage.org/research/features/Index/search.html>.
- HICKS, J.R (1969), "Capital and Growth", London, Oxford University Press.
- (1974), "The crises in Keynesian Economies", Basic Blackwell Oxford, 51-57.
- HODGAM, DONALD R (1972) "Selective Credit Controls", *Journal of Monetary Credit and Banking*, volume IV, n°2, 342-359.
- HONOHAN, P (1994), "Inflation and the Demand for Money in Developing Countries", *World Development*, volume 22, n°2, 215-223.
- HSIAO, C (1986), "Analysis of Panel Data", *Econometric Society Monographs*, Cambridge University Press, pp 125.
- HUGH T. PATRICK (1966), "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Chang*, volume 14, n°2, 174-189.
- HUSSEIN M. NURELDIN (1997), "Financial Liberalization, Currency substitution and Investment: The Case of Egypt", *African Review of Money, Finance and Banking*, n°1-2, 57-86.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, Research Department (1983), "Interest Rate Policies in Developing Countries" *Occasional Paper*, n°22.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (1999), "Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues", edited by Johnston Barry.R and Sundararajan V.

INTERNATIONAL MONETARY FUND AND THE WORLD BANK (2002), *"Tunisia: Financial System Stability Assessment"*, IMF, Washington D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND AND THE WORLD BANK (2003), *"Morocco: Financial System Stability Assessment"*, IMF, Washington D.C.

INTERNATIONAL MONETARY FUND AND THE WORLD BANK (2004), *"Algeria: Financial System Stability Assessment"*, IMF, Washington D.C.

JACQUES G. & CHRISTOPHER H. (1994) "Investment and Growth: Quality versus Quantity", *Cahiers BEI, European Investment Bank*, n°23, 39-55.

JANSSEN, N (1996), "The Demand for Divisia Money by the Personal Sector and by Industrial and Commercial Companies", *Bank of England Quarterly Journal Bulletin*, volume 36, n°4, 405-411.

JAO Y.C (1985), "Financial Deepening and Economic Growth: Theory, Evidence and Policy", *Greek Economic Review*, volume 7, n°3, 187-225.

JAPPELLI, T & PAGANO, M (1994), "Saving, Growth and Liquidity Constraints", *The Quarterly Journal of Economics*, volume 109, n°1, 83-109.

JBILI A, ENDERS K & TREICHEL V (1997a), "Les réformes financières au Maroc et en Tunisie », *Finances et Développement*, IMF.

————— (1997b), "Financial Sector Reforms in Algeria, Morocco and Tunisia: A Preliminary Assessment", *IMF/WP/97/81*.

JEFFREY, A. C & SPAKER J.P (1994), "Economies of Scale and Scope in Banking: Evidence from a Generalized Translog Cost Function", *Quarterly Journal of Business and Economics*, volume 33, n°2, 3-25.

JEFFRAY, D, R.OSSOWSKI, TH. RICHARDSON & S. BARNETT (2000), "Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatisation", *IMF, Occasional paper*, n° 194.

JENKINS, S.P (1995), "Easy Estimation Methods for Discrete-Time Duration Models", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, volume 57, n°1, 129-138.

JOHNSTON, R.BARRY (1991), "Sequencing Financial Reform" in *The Evolving Role of Central Banks*, edited by, Patrick Downes and Reza Vaez-Zadeh, International Monetary Fund.

————— (1991), "Sequences of Financial Reforms" In *The Evolving Role of Central Banks*, by Patrick Downes and Reza Vaez-Zadeh ed: IMF

————— & PAZAR BASIOGLU, C (1999), "Financial Sector Reform and the Real Sector" in *Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues*, IMF edition.

————— & ODD PER BREKK (1999), "Financial Sector Reform and Monetary Instruments and Operations" in *Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues*, by Johnston B.R and Sundararajan edition, (Washington: International Monetary Fund).

————— & V. SUNDARARAJAN (1999), "Managing Financial Sector Liberalization: An Overview" In *Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues*, by Johnston B.R and Sundararajan edition ( Washington: International Monetary Fund).

JOSEPH. A, RAFFINOT. M & VENET.B (1998), «Approfondissement financier et croissance : Analyses empiriques en Afrique sub-saharienne», *TFD*, n°52, 17-25.

————— (2001), "La réforme du secteur bancaire en Afrique", *revue TFD*, n° 62-63, 45-60.

JOSHUA GREENE & DELANO V (1991), "Private Investment in Developing Countries: An Empirical Analysis", *IMF Staff Papers*, volume 38, n°1, 33-58.

JOUTARD. X & P. WERQUIN (1992), «Les déterminants individuels de la durée du chômage : de l'intérêt de distinguer les emplois stables des emplois précaires », *Economie et prévision*, n°1-2, 57-82

JUDD, J.P & J.L SCADDING (1982), "The Search for a Stable Money Demand Function: A Survey of the Post-1973 Literature", *Journal of Economic Literature*, volume 20, n°3, 993-1023.

JUNG WOO S. (1986), "Financial Development and Economic Growth: International Evidence", *Economic Development and Cultural Change*, volume 34, n°2.

KALBFLEISH, J & PRENTICE, L.R (1980), *"The statistical analysis of failure time data"*, New York: Wiley and Sons.

KASHYAP A.K & STEIN J.C (1993), "Monetary Policy and Bank Lending", *NBER/WP/4317*.  
 —————(1994), "The Impact of Monetary Policy on Bank Balance Sheets", *NBER/WP/4821*.  
 KASUO MIYAJI (1989), Algeria: Reform or Adjustment?", *Economie appliquée et Développement*, n°20, 109-124.  
 KAUFMANN, DANIEL, AART KRAAY, & MASSIMO MASTRUZZI (2003), "Governance Matters III: Governance Indicators for 1996-2000", World Bank,  
[www.worldbank.org/wbi/governance/pdf/govmatters3.pdf](http://www.worldbank.org/wbi/governance/pdf/govmatters3.pdf)  
 KAZUO SATO (1998), "Economic Development and Financial Deepening: the Case of Japan", *The Japanese Economy*, volume 25, n°1, 3-55.  
 KEYNES, J.M (1936), "The General Theory of Employment, Interest and Money", London and New-York: Macmillan.  
 KHAN, G.A (1991), "Does more money mean more bank loans" *FRB Kansas City Economic Review*, volume 76, n°4, 21-31.  
 KHAN, MOHSIN S (1977), "Variable Expectations and the Demand for Money in High-Inflation Countries", *The Manchester School of Economic and Social Studies*, n°3, 270-293.  
 —————& M.D KNIGHT (1982), "Unanticipated Monetary Growth and Inflationary Finance", *Journal of Money, Credit and Banking*, volume 14, n°3, 347-364.  
 —————& V. SUNDARARAJAN (1991), "Financial Sector Reforms and Monetary Policy", *IMF/WP/91/127*.  
 —————(1993), "Experiments with Monetary Model for the Venezuela Economy", *IMF, Staff Paper*.  
 —————& KUMAR MANMOHAN S. (1997), "Public and Private Investment and The Growth Process in Developing Countries", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, volume 59, n°1,  
 —————& SENHADJI, A.S (2000), "Financial Development and Economic Growth: An Overview", *IMF, Working Paper*, n°209.  
 KHATKHATE D.R (1982), "Anatomy of Financial Retardation in Less Development Country: The case of Sri Lanka", *World Development*, volume 10, n°9, 829-840.  
 —————(1988), "Evaluation of Interest Rate Impact in LDCs", *World Development*, volume 16, n°5, 577-588.  
 —————(1998), "Timing and Sequencing of Financial Sector Reform: Evidence and Rationale", *Economic and Politic Weekly*, n° 33, 1831-40.  
 KHATKHATE D.R & VILLANUEVA, D (1978), "Operation of Selective Credit Policies in Less Developed Countries: Certain Critical Issues", *World Development*, volume 6, n° 7/8, 979-990.  
 KHATTAB MOKHTAR (1999), "Constraints to Privatization: The Egyptian Experience", *The Egyptian Center for Economic Studies (ECES)*, working paper, n°38.  
 KHEIR EL-DIN HANAA (1990), "Les pressions inflationnistes sur l'économie égyptienne, sources et conséquences, 1974-1987", *Revue du Tiers Monde*, Tome XXXI, n°121, 146-163.  
 KIEFER, N.M (1988), "Economic Duration Data and Hazard Functions", *Journal of Economic Literature* XXVI, 646-679.  
 KING ROBERT G. & ROSS LEVINE (1993), "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, volume 32, n°3, 513-542.  
 —————(1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *The Quarterly Journal of Economics*, volume 108, n°434, 717-737.  
 —————(1992), "Financial Indicators and Growth in a Cross Section of Countries", *The World Bank, Working Paper*, n°819.  
 KIM, S.H (2001), "The Saving-Investment Correlation Puzzle is Still a Puzzle", *Journal of International Money and Finance*, volume 20, n°7, 1017-1034.  
 KIMBROUGH, K.P (1986), "The Optimum Quantity of Money Rule in the Theory of Public Finance" *Journal of Monetary Economics*, volume 18, n°3, 277-284.  
 KLAUS S.H, LUIS S. & ANDRÉS S (1994), "Saving, Investment, and Growth in Developing Countries: An Overview", *The World Bank Working Paper*, n° 1382.

- KLEIN, M.A (1971), "A Theory of Banking Firm" *Journal of Money, Credit and Banking*, n°3, 261-275.
- KLOTZ BEN P. (1995), "Understanding the Inflation Tax", *Ukrainian Economic Review*, n°1-2, 18-26.
- KUI-WAI LI (1994), "Financial Development Theories" in *Financial Repression and Economic Reform in China*, edited by PRAEGER, Westport-Connecticut-London.
- KUZNETS, S (1960), "Quantitative aspects of the Economic Growth of Nations: part 5, Capital Formation Propositions: International Comparisons for Recent Years", *Economic Development and Cultural Change*, volume 8, n° 4, part 2, (1-96).
- LABONNE MICHEL (2000), « Libéralisation en Algérie : Cohérences internes et externes », *Economie et Sociétés*, n° 24, 147-158.
- LACOUÉ-LABARTHE, D (2003), "L'évolution de la supervision bancaire et de la réglementation prudentielle (1945-1996)", *Revue d'économie financière*, volume 4, n° 73, 39-63.
- LAIDLER, DAVID E.W (1993), "The Demand for Money: Theories, Evidence and Problems", New York, NY: Harper Collins College Publishers, 4<sup>th</sup> edition.
- LAL, DEEPAK (1987), "The Political Economy of Economic Liberalization", *The World Bank Economic Review*, vol1, n°2, 273-299.
- LA PORTA, RAFAEL, FLORENCIO LOPEZ-DE-SILANES, ANDREI SHLEIFER, AND ROBERT W. VISHNY (1998), "Law and Finance", *Journal of Political Economy*, n° 106, 1113-1115.
- LAZAROS E. MOLHO (1986), "Interest Rate, Saving, and Investment in Developing Countries: A Re-examination of the McKinnon-Shaw Hypotheses", *IMF Staff Papers*, volume 33, n°1, 90-116.
- LEE JONG-KUN (2002), "Financial Liberalization and Foreign Bank Entry in MENA", World Bank.
- LE GALLIC CORINE (1995), "Déréglementation financière, cycle et croissance » *Revue Economique*, volume 2, n° 46, 225-300.
- LELIEVRE, E & BRINGE, A (1998), "Manuel Pratique pour l'analyse statistique des biographies : Présentation des modèles de durée e utilisation des logiciels, SAS, TDA et STATA », Edition de l'Institut National d'Etudes Démographique, Paris.
- LEITE, S.P (1992), "Coordinating public debt and monetary management during financial reforms", *IMF/WP/92/84*.
- & SUNDARARAJAN V (1990), "Issues in Interest Rate Management and Liberalization", *IMF, Staff Paper*, volume 37, n°4, 735-752.
- LEVINE ROSS (1991), "Stock Markets, Growth and Tax Policy", *The Journal of Finance*, n°46, 1445-1465.
- LEVINE ROSS (1997), "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda", *Journal of Economic Literature*, volume 35, n°2, 688-726.
- (1996), "Financial Development and Economic Growth", *The World Bank*,
- & ZEROS, S (1996), "Stock Market, Banks, and Economic Growth", *The World Bank. Working Paper*, n°1960.
- (1997), "Stock Markets, Banks and Economic Growth", *American Economic Review*, n°88, 537-558.
- LEVINE ROSS & ALSLI DEMIRRRRGÜÇ-KUNT (1996), "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts", *The World Bank Economic Review*, volume 10, n° 2, page: 291-321.
- & ALSLI DEMIRRRRGÜÇ-KUNT (1999), "Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Section Comparisons", *WB/WP/2143*.
- , BECK.T & KUNT.A.D (2000), "A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector", *The World Bank Economic Review*, volume 14, n° 3, 597-605.
- LEVY-GARBOUA & W.BRUNO (1979), « Macroéconomie contemporaine », édition Economica.
- LIAM EBRIL, STOTSKY JANET & GROPP REINT (1999), "Revenue Implications of Trade Liberalization", *IMF, Occasional Paper*, n° 180.

- LINDGREN CARL-JOHN (1991), "The Transition from Direct to Indirect Instruments of Monetary Policy" in *The Evolving Role of Central Banks*, edited by, Patrick Downes and Reza Vaez-Zadeh, International Monetary Fund.
- , T.J.T BALINO, CH. ENOCH, A.M. GULDE, M.QUINTY & L. TEO (1999), "Financial Sector Crisis and Restructuring: Lesson from Asia", *IMF Occasional Paper*, n° 188.
- LOBEZ FREDERIC (1997), "*Banques et marchés de crédit*", collection finance, édition PUF
- LOWN, C.S (1990), "Banking and the Economy: What are the Facts?" Federal Reserve Bank of Dallas, *Economic Review*, September 1-14.
- LUCAS.R.E.JR (1988), "On The Mechanics of Economic Development", *Journal of Monetary Economics*, volume 22, n° 1, 3-42.
- (1990), "Liquidity and Interest rates", *Journal of Economic Theory*, n°50, 237-264.
- MACIEJEWSKI & AHSAN MANSUR (1996), "Jordan: Strategy for Adjustment and Growth", *IMF, Occasional Paper*, n°136.
- MAHDI FADHIL, A (2001), Economic Growth in Jordan: Recent Trends", *Arab Bank Review*, volume 3, n°1, 6-48.
- MAKAR MOUNIR (1997), "La bourse du Caire", *Revue TFD*, n°47, 64-68.
- MANKIW N. GREGORY (1987), "The Optimal Collection of Seigniorage: Theory and evidence" *Journal of Monetary Economics*, n° 20, 327-341.
- MANUEL M. & BARRY P.B (1994) "Saving, Investment, and Economic Growth" in B.P.Bosworth, R.Dornbush, and R. Laban, *The Chilean Economy Policy Lessons and Challenges*, (Washington, DC: The Brookings Institution).
- MARFAN, M & BOSWORTH, B.P (1994), "Saving, Investment, and Economic Growth" in *The Chilean Economy Policy Lessons and Challenges*, edited by Bosworth, B.P, Dornbusch, R & Laban Paul, (Washington, D.C: The Brookings Institution).
- MARSHALL, ALFRED (1923), "*Money, Credit and Commerce*", London: Macmillan.
- MATHIESON, DONALD J (1979), "Financial Reform and Capital Flows in Developing Economy", *IMF, Staff Paper*, volume 26, n°3, 450-489.
- MATINELLI, CESAR & MARIANO TOMMASI (1994), "Sequencing of Economic Reforms in the Presence of Political Constraints", IMF, seminar Paper.
- MCCARTHY F. DESMOND (1990) "Problems of Developing Countries in the 1990s", *World Bank Discussion Papers*, n° 98.
- MCKILLOP, D. G & GLASS. J.C (1996), "The Composite Cost Function and Efficiency in Giant Japanese Bank", *journal of banking and finance*, volume 20, n° 10, (1651-1671).
- MCKINNON R (1973), "*Money and Capital in Economic Development*" The Brookings Institution, Washington D.C.
- (1989), "Financial Liberalisation and Economic Development: A Reassessment of Interest Rate Policies in Asian and Latin America", *Oxford Review of economic Policy*, volume 5, n°4, 29-54.
- (1991a), "*The Order of Economic Liberalisation*" New York: Johns Hopkins University Press.
- (1991b), "Financial Repression and The Productivity of Capital: Empirical Findings on the Interest Rates and Exchange Rates" In *The Order of Economic Liberalisation: Financial Control in the Transition to a Market Economy*. The Johns Hopkins Editions.
- (1994), "Gradual versus Rapid Liberalization in Socialist Economies: Financial Policies in China and Russia Compared", *Center for Economic Growth Publication*, n°10.
- MELITZ, J (1975), "Offre de crédit et offre de monnaie", *revue économique*, volume 26, n°5, 705-733.
- MESTER. L. J (1987), "A Multiproduct Cost Study of Saving and Loan", *journal of Finance*, volume 42.
- MOHAMED AHMED (1998), "Financial Repression in LDCs: A Survey of Issues and Reappraisal", *Pakistan Journal of Applied Economics*, volume III, n°1, 19-41.
- MOHAMED A. EL-ERIAN AND MANMOHAN S. KUMAR (1996), "Mobilization of Saving in Developing Countries: The Case of the Islamic Republic of Iran", *IMF Working Paper*, n° 136.

- MONTMARQUETTE, C, F. MOURDJI & GARNI, A (1996), «L'insertion des diplômés de la formation professionnelle dans le marché de travail marocain : une application des modèles de durée », *Revue Région et Développement*, n°3, 37-57
- MONTI, M (1972), "Deposit, Credit and Interest Rate Determination under Alternative Bank Objective Function", *Mathematical Methods in Investment and Finance*, North-Holland, Shell-Szegö Editor, 1972.
- MONTIEL PETER J (1996), "Financial Policies and Economic Growth: Theory, Evidence and Country-specific Experience from Sub Saharan Africa", *Journal of African Economies*, Supplement to volume 5, n° 3.
- MOORE B.J (1986), "Inflation and Financial Deepening", *Journal of Development Economics*, volume 20, n°1, 125-133.
- MOORE HENRY (1987), « Les enjeux politiques des réformes bancaires au Maghreb », *Annuaire de l'Afrique du Nord*, Tome XXVI, 247-264.
- MOREL CHRISTOPHE.A (2000), "L'assurance des dépôts, un instrument de la régulation bancaire », *Revue d'économie financière*, volume 5, n° 60, 237-249.
- MORRIS, C.S & GORDON H. SELLON, JR (1995), "Bank Lending and Monetary Policy: Evidence on a Credit Channel", *Economic Review*, quarter IV, 59-75.
- MOSCHOS, D (1989), Export Expansion, Growth and the Level of Economic Development: An Empirical Studies, "Journal of Development Economics", n° 30, 93-102.
- NAAS ABDELKRIM (2003), "Le système bancaire algérien: De la décolonisation à l'économie du marché", édition INAS, Maisonneuve et Larose, 2003. France.
- NAFZIGE WAYNE E (1990), "The Economics of Developing Countries". Prentice-Hall International Editions, Second Edition.
- NASHASHIBI K, ALONSO-GAMO P, BAZZONI S, FÉELER A, LAFRAMBOISE & HORVITZ S.P (1998), "Algeria: Stabilization and Transition to the Market", *IMF, Occasional Paper*, n° 165.
- (2002), "Fiscal Revenues in South Mediterranean Arab Countries: Vulnerabilities and Growth Potential", *IMF/WP/02/67*.
- , ELHAGE M, & FEDELINO A, (2001), "Financial Liberalization in Arab Countries", in *Macroeconomic Issues and Policies in the Middle East and North Africa* edited by Iqbal Zubir, Washington: International Monetary Fund.
- NATIONS UNIES : Commission Economique pour l'Afrique (1993), « Rapport Economique sur l'Afrique ».
- NEHRU V & A. DHARESHWAR (1994), « New Estimates of Total Factor Productivity Growth for Developing and Industrial Countries », *World Bank Policy Research Working Paper*, n°1313.
- NOULA, A.G (2001), "Les déterminants de la Demande de Monnaie au Cameroun", Center for Economic Research on Africa (ERAF), *Montclair State University*, Upper Montclair, New Jersey 07043.
- NSOULI S.M, EKEN.S, ENDERS.K, THAI.V, DECRESSIN.J, CARTIGLIA. F & BUNGAY. J (1995), "Resilience and Growth Trough Sustained Adjustment: The Moroccan Experience", *IMF, Occasional Paper*, n°117.
- ODEDOKUN M.O (1991), Differential Impact for export expansion on Economic Growth in LDCs: A Comparison of Evidences Across Regional Income Groups and between the Decades of 1970s and 1980s" *Eastern Africa Economic Review*, volume 7, n° 2, 69-93.
- ODEDOKUN M.O (1996), "Alternative Econometric Approaches for Analysing the Role of Financial Sector in Economic Growth: Time-Series Evidence from LDCs", *Journal of Development Economics*, volume 50, 119-146.
- OGAKI. M, OSTRY J.C & REINHART, M (1996), "Savings Behaviour in Low and Middle Income Developing Countries: A Comparison", *IMF, Staff Paper*, volume 43, n° 1, 38-71.
- OMOTUNDE E. & G. JOHNSON (1974), "Credit Controls as Instruments of Development Policy in the Light of Economic Theory", *Journal of Money Credit and Banking*, n°4, 85-99.
- OSHIKOYA T.W (1992), "Interest Rate Liberalization, Savings, Investment and Growth: The Case of Kenya", *Savings and Development*, volume XVI, n°3, pages: 305- 320.



- , (1994), "Macroeconomic Determinants of Domestic Private Investment in Africa: An Empirical Analysis", *Economic Development and Cultural Change*, volume 42, n°3, 573-96.
- OTTOLENGHI DANIEL (1999), « Des gains incertains: La libéralisation financière dans les pays méditerranéens », *Revue d'Economie Financière*, n°52.
- PAGANO MARCO (1993), "Financial Markets and Growth: An Overview", *European Economic Review*, volume 37, n°2-3, 613-622.
- PATRICK, H.T (1966), "Financial Development and Economic Growth in Under-developed Countries", *Economic Development and Cultural Change*, volume 14, 174-189.
- PARIKH, A (1990), "Money Supply and Price in Indonesia: 1969-1981: An Econometric Investigation" *Applied Economics*, n°22 (November), 1479-1494.
- PETERSEN, T (1986a), "Examining Fully Parametric Hazard Rate Models with Time-Dependent Covariates: Use of Maximum Likelihood", *Sociological Methods and Research*, volume 14, n°3, 219-146.
- (1986b), "Fitting Parametric Survival Models with Time-Dependent Covariates" *Applied Statistics*, volume 35, n°3, 281-288.
- PIGOU, A.C (1917), "The Value of Money", *The Quarterly Journal of Economics*, volume 37, 38-65.
- PILL HUN & M. PRADHAN (1995), "Financial Indicators and Financial Change in Africa and Asia" *IMF/WP/23*.
- POLIZATTO, V. (1992), "Prudential Regulation and Bank Supervision" in Vittas, D edition, *Financial Regulation: Changing the Rules of the Game*, Washington, D.C: World Bank.
- POTERBA J.M & ROTEMBERG J.J, (1990), "Inflation and Taxation with optimising Governments", *Journal of Money Credit and Banking*, volume 22, n° 1, 1-18.
- PROGRAMME DES NATIONS UNIS POUR LE DEVELOPPEMENT (PNUD): Rapport mondial sur le développement humain, plusieurs années.
- POTTILLO, CATHERINE (1998), "Investment, uncertainty and irreversibility in Ghana", *IMF, Staff Papers*, 45(3), 522-53.
- PUJAL ARMAND (2003), "De Cooke à Bâle II », *Revue d'économie financière*, volume 4, n° 73, 65-76.
- RAJHI, T & VILLIEU, P (1993), "Accélération monétaire et croissance endogène", *Revue économique*, volume 44, n°2, 257-285.
- RAM RATI (1999), "Financial Development and Economic Growth: Additional Evidence" *The Journal of Development Studies*, volume 35, n° 4, 164-174.
- ROE ALAN R (1998), "The Egyptian Banking System: Liberalization, Competition and Privatisation", The Egyptian Center for Economic Studies (ECES), Working Paper, n°28.
- ROLEY, V.VANCE (1985), "Money Demand Predictability", *Journal of Money, Credit and Banking*, volume 17, n°4, 611-654.
- ROMER DAVID (1985), "Financial Intermediation, reserves requirement and Inside Money: A General Equilibrium Analysis", *Journal of Monetary Economics*, n°16, 175-194.
- ROMER, P (1986), "Increasing Returns and Log-run Growth", *Journal of Political Economy*, n°4, 1002-1017.
- ROMER C.D & ROMER D (1989), "Does Monetary Policy Matters? A New Test in the Spirit of Friedman and Schwartz", in Oliver Blanchard and Stanley Fisher, editions, *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge: MIT Press.
- (1990), "New Evidence on Monetary Transmission Mechanism", *Brooking Paper on Economic Activity*, volume 1, 149-198.
- ROSA J.J & DIETSCH MICHEL (1981), "*La répression financière*", Bonnel éditions, France.
- ROUBINI N. & X. SALA-I-MARTIN (1992) "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics*, volume 39, n°1, 5-29.
- (1995), "A Growth Model on Inflation, Tax Evasion, and Financial Repression", *Journal of Monetary Economics*, volume 35, n°2, 275-301.
- RUTTAN, V.W (1998), "The New Growth Theory and Development Economics: A Survey", *The Journal of Development Studies*, volume 35, n° 2, 1-26.

- SAHAR AHMED NASR (2002), "Soundness of the Banking System: The Case of Egypt", PHD Dissertation, Cairo University.
- SAIDANE EZZIDINE (1996), "La bourse de Tunis : Une naissance difficile », *Revue TFD*, n°44/45, 45-56.
- SAIDANE DHAFFER (1993), «Cinq ans de libéralisation financière en Tunisie », *Revue TFD*, n°30, 61-66.
- , (2001), « Quelques réflexions sur les faiblesses et les corrections de la libéralisation financière », *Revue TFD*, n°62/63, 36-43.
- SAIDI MARJAN (1989), "Activité boursière et développement : La bourse de Jordanie à l'épreuve de la conjoncture », *Revue TFD*, n°15, 36-38.
- SAINT HILL R.L (1992), "Stages of Banking and Economic Development", *Savings and Development*, volume XVI, n° 1, 5-20.
- SAINT PAUL, G (1992), "Technological Choice, Financial Markets and Economic Development", *European Economic Review*, volume 36, n° 4, 763-781.
- SAMUELSON, P (1958), "An Exact Consumption Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money", *Journal of Political Economy*, volume 66, n°6, 467-482.
- SAREAL, MICHAEL (1995), "Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer from it", *IMF/WP/95/98*.
- , (1997a), "Growth and Productivity in ASEAN Economies", *IMF/WP/97*, January.
- SARGENT, T.J & NEIL WALLACE (1982), "The Real-Bills Doctrine versus the Quantity Theory: A Reconsideration", *Journal of Political Economy*, volume 90, n°6, 1212-1236.
- SAVVIDES, A (1995), "Economic Growth in Africa", *World Development*, volume 23, n°3, 449-458.
- SECK DIERY AND EL-NIL, Y.H (1993), "Financial Liberalization in Africa", *World Development*, volume 21, n°11, 1867-1881.
- Seguin Jacques (1996), "La bourse du Caire et le système financier égyptien", *Revue TFD*, n°44-45, 22-26.
- SENA E., THOMAS H., & ADNAN M (1997), " Fiscal Policy and Growth in the Middle East and North Africa Region", *IMF Working Paper*, n°101.
- SENHADJI A (1999), "Sources of Economic Growth: An Extensive Growth Accounting Exercise", *IMF Working Paper*, n°77.
- SERLETIS APOSTOLOS (1988), "New Tests of The Theory of Optimal Seigniorage", *Economics Letters*, n° 27, 361-365.
- SERRE, J.M (1979), "Les théories de l'offre de monnaie: Origine, développement contemporains et essai d'extension à l'économie sous-développée", thèse de doctorat, Clermont-Ferrand, 1979.
- SERVEN, LUIS (1998), "Macroeconomic Uncertainty and Private Investment in LDCs : an Empirical Investigation, mimeo, World Bank
- SCHMIDT-HEBBEL, K (1987), "Foreign Shocks and Macroeconomic Adjustment in Small Open Economy", PHD Dissertation, Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics, Cambridge. Processed.
- , (1992), "Household Saving in D.C: First-cross Country Evidence", *The World Bank Economic Review*, Volume6, n°3, 529-547.
- , WEBB S.B & CORSETTI G (1992), "Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence" *The World Bank Economic Review*, volume 3, n°3, 529-547.
- , SERVEN L, SOLIMANO A (1994), "Saving, Investment and Growth in Developing Countries: An Overview", *The World Bank, Working Paper*, n° 1382.
- , SERVEN, L & SOLIMANO, A (1996), "Saving and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies", *World Bank Research Observer*, n°11, 87-117.
- SCHUMPETER, JOSEPH. A (1912), "The Theory of Economic Development", Cambridge Harvard University Press.
- SCOTT FREEMAN (1987), "Reserves Requirement and Optimal Seigniorage", *Journal of Monetary Economics*, n°19, 307-314.

- SHAW EDWARDS (1973), *"Financial Deepening in Economic Development"*, New York: Oxford University Press.
- (1988), "Financial Deregulation and Segmented Capital Market: The Case of Korea" *World Development*, n° 16, 185-194.
- (1987), "Comment programmer les mesures de libéralisation économiques dans les pays en développement", *Finances et Développement*, Fonds Monétaire International, 26-29.
- & KHAN M.S (1985), "Interest Rate Determination in Developing Countries: A Conceptual Framework" *IMF, Staff Paper*, volume 32, n°3, 377-403.
- SIDRAOUSKI M (1967), "Rational Choice and Patterns of Growth in a Monetary Economy", *American Economic Review*, volume 57, n°2, 534-544.
- SI-IKHIDE & ALAWODE A.A (2002), "On the Sequencing of Financial Liberalization in Nigeria", the South African Journal of Economics, volume 70, n°1, 95-127.
- SINGH AJIT (1997), "Financial Liberalisation, Stock Markets and Economic Development", *The Economic Journal*, volume 107, n°442, 771-782.
- (1999), "Should Africa Promote Stock Market Capitalism?", *Journal of International Development*, n°11, 343-365.
- SMANT DAVID, J.C (2002), "Bank Credit in the Transmission of Monetary Policy: A critical Review", Unpublished manuscripts.
- SOLOW, R.M (1956), "A Contribution to the Theory of Economic Growth", *Quarterly Journal of Economics*, volume 70, 65-94.
- SOYIBO, ADEDOYIN (1997), "Financial Liberalization and Banking Restructuring in Sub-Saharan Africa: Some lessons for sequencing and policy design", *Journal of African Economies*, vol6, n°1, 100-160.
- SPAVENTA LUIGI (1989), "Seigniorage: Old and New Policy Issues", *European Economic Review*, volume 33, n° 2-3, 557-563.
- SPEARS, ANNIE (1992), "The Role of Financial Intermediation in Economic Growth in Sub-Saharan Africa", *Canadian Journal of Development Studies*, volume 13, n°3, 361-379.
- STIGLITZ J.E (1989), "Market, Markets Failures and Development", *The American Economic Review*, volume 79, n°2, 197-203.
- & WEISS, A. (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *The American Economic Review*, volume 71, 393-410.
- , (1994), "The Role of State in Financial Markets" Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 19-52.
- STERN NICOLAS (1999), "The Economics of Development: A Survey", *The Economic Journal*, Volume 99, n°397, 597-685.
- SUBRAMANIAN ARVIND (2000), "Trade and Trade Policies in Eastern and Southern Africa", *IMF Occasional Paper*, n° 196.
- SUBRAMANIAN S. SRIRAM (1999), "Survey of Literature on Demand for Money: Theoretical and Empirical Work with Special Reference to Error-Correction Models", *IMF/WP/99/64*.
- SUNDARARAJAN, V (1991), "Financial sector reform and central banking in centrally planned economies", in *The Evolving Role of Central Banks*, edited by, Patrick Downes and Reza Vaez-Zadeh, International Monetary Fund.
- , (1992a), "Financial Sector Reforms and their Appropriate Sequencing", *IMF, Monetary Exchange Affairs Department*.
- , (1992b), "The role of prudential supervision and financial restructuring of banks during transition to indirect instruments of monetary control", *IMF/WP/96/128*.
- , (1996), "The Role of Prudential Supervision and Financial Restructuring of Banks during Transition to Indirect Instruments of Monetary Control", *IMF/WP/96/128*.
- , (1999), "Prudential supervision, bank restructuring and financial sector reform", in *Sequencing Financial Sector Reforms: Country Experiences and Issues*, edited by Johnston B.R & Sundararajan, V (Washington: International Monetary Fund).
- , MARSTON D & BASU RITU (2001), "Financial System Standards and Financial Stability: The Case of the Basel Core Principles", *IMF/WP/01/62*.

- SWAN, T.W (1956), "Economic Growth and Capital Accumulation", *The Economic Record*, volume 32, 334-343.
- TANZI V, M.I.BLEJER & M.O TEIJEIRO (1987), "Inflation and the measurement of fiscal deficits », *IMF Staff Papers*, volume 34, 1987, P. 711-738.
- TIMOTHY H. HANNAN (1991), "Bank Commercial Loan Markets and The Role of Market Structure: Evidence from Surveys of Commercial Lending", *Journal of Banking and Finance*, n°15, 133-149.
- TAYLOR, L (1983), "Structuralist Macroeconomics: Applicable Models of the Third World", New York: Basic Books.
- THE ARAB PLANNING INSTITUTE AND ECONOMIC RESEARCH FORUM (1999), "Institutional Reform and Development in the MENA Region", edited by Imed Limam.
- THORNTON JOHN (1991), "The Financial Repression Paradigm: A Survey of Empirical Research", *Saving and Development*, n°1, 5-18.
- , (1996), "Financial deepening and Economic Growth in Developing Economics", *Applied Economics Letters*, volume 3, n°4, 243-246.
- TERRACOL A (2001), "Revenu minimum d'insertion et sortie du chômage », Communication du colloque : « 18<sup>ème</sup> journée de micro-économie appliquée », Nancy.
- TOBIN JAMES (1956), "The Interest Elasticity of Transactions Demand for Cash", *Review of Economics and Statistics*, n°38, 241-247.
- TOURK KHAIRY (2002), "Sources of Economic Growth in Jordan: 1969-1989", *The Journal of Energy and Development*, Volume 27, n°1, 89-100.
- TURTELBOOM, BART (1991), "Interest rate liberalization: Some lessons from Africa", *IMF, WP/91/121*.
- TYBOUT, J (1986), "A Firm-Level Chronicle of Financial Crises in the Southern Cone", *Journal of Development Economics*, volume 24, n°2, 371-400.
- VAN EWIJK CASPER (1992), "The Distribution of Seigniorage: A Note on Klein and Neumann", *Weltwirtschaftliches archiv*, n° 128, 346-356.
- VAN-WIJNBERGEN. S (1983), "Interest Rate Management in LDC's", *Journal of Macroeconomics*, volume 12, n°3, 433-452.
- VENET BAPTISTE (1994), "Libéralisation Financière et Développement Economique: Une Revue de la Littérature", *Revue d'Economie Financière*, n°29, 87-111.
- VERDIER, A.C (2001), « *Libéralisation financière et croissance économique : le cas de l'Afrique Subsaharienne* », édition l'Harmattan.
- VILLANUEVA DELANO & ABBAS MIRAKHOR (1990), "Strategies for Financial Reforms", *IMF Staff Papers*, volume 37, n°3, 509-536.
- (1990), "Interest Rate Policies, Stabilisation and Banking Supervision in Developing Countries", *IMF Working Paper*, n°8.
- VITTAS DIMITRI (1991), "Measuring Commercial Bank Efficiency: Use and Misuse of Bank Operating Ratios", *World Bank, Working paper*, n°806.
- WALLACE, NEIL (1977), "Why the Fed Should Consider Holding the Stock of M Constant", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, volume 1, 2-10.
- , (1988), "A Suggestion for Oversimplifying the Theory of Money" *Economic Journal (Supplement)*, volume 98, 25-36.
- WARE DERRICK (1996), "Basic Principals of Banking Supervision", *Center for Central Banking Studies*, Bank of England, n°7.
- WARMAN, F & THIRLWALL, A.P (1994), "Interest Rates, Saving, Investment and Growth in Mexico 1960-1990: Tests of the Financial Liberalization Hypothesis", *Journal of Development Studies*.
- WAUD R.N (1995), "Optimal Seigniorage Versus Interest Rate Smoothing", *Journal of Macroeconomics*, volume 17, n°1, 111-129.
- WORLD BANK, World Development Indicators, 2004.
- WORLD BANK (2000), World Business Environment Survey, <http://info.worldbank.org/governance/wbes/>

WORLD BANK (2003), Governance Indicator: 1996-2002,  
<http://www.worldbank.org/wbi/governance/govdata2002/>

WORLD BANK (2004), Doing Business Database,  
<http://rru.worldbank.org/DoingBusiness/default.aspx>

WORLD BANK (2004), World Development Indicators,  
<http://www.worldbank.org/data/onlineDatabase/onlineDatabase.html>

YUSUF, S & PETERS, R.K (1984), "Savings Behaviour and its Implications for Domestic Resource Mobilization: The Case of Republic of Korea", *WB/WP/628*.

ZAKI MOKHLIS Y (2000), "Financial Reform and the Evolving Role of Central Banking in Egypt: A historical Perspective", *The Middle East Business and Economic Review*, volume 12, n°1, 1-12.

ZIAD A. BAHAA ELDIN & MOHIELDIN M (1998), "Prudential Regulation in Egypt", *The Egyptian Center for Economic Studies (ECES)*, working paper, n°29.

ZHU. N (1991), " A Review of the Historical Relationship Between Migration and Marriage", *Chinese Journal of Population Science*, volume 3, n°4, 327-339.

————(2002), "*Analyse des migrations en Chine: Mobilité spatiale et mobilité professionnelle*", thèse de Doctorat, Université d'Auvergne, Faculté des Sciences Economiques, CERDI.

## **TABLE DES MATIERES .**

<i>Introduction générale.....</i>	<i>6</i>
<i>Première partie : La répression financière : théorie et faits stylisés au MMA.....</i>	<i>15</i>
<i>Chapitre 1 : Développement financier et croissance économique.....</i>	<i>17</i>
<i>Section 1: Développement financier et croissance économique : Les controverses théoriques.</i>	<i>18</i>
<i>1. Rôle du système financier dans la croissance économique.....</i>	<i>18</i>
<i>1.1 La relation entre l'approfondissement financier et la croissance économique. ....</i>	<i>19</i>
<i>1.1.1 L'approche de la demande.....</i>	<i>19</i>
<i>1.1.2 L'approche de l'offre. ....</i>	<i>20</i>
<i>1.2 Causalité et corrélation entre le développement financier et la croissance économique....</i>	<i>22</i>
<i>1.2.1 Les liens de causalités entre les variables financières et la croissance.....</i>	<i>22</i>
<i>1.2.2 Corrélation entre les variables financières et la croissance.....</i>	<i>24</i>
<i>2. Libéralisation Financière et croissance économique. ....</i>	<i>27</i>
<i>2.1 Définition de la répression financière.....</i>	<i>28</i>
<i>2.1.1 La répression financière selon McKinnon et Fry.....</i>	<i>28</i>
<i>2.1.2 La répression financière selon Stiglitz.....</i>	<i>29</i>
<i>2.1.3 La répression financière selon les structuralistes.....</i>	<i>30</i>
<i>2.1.4 Les principales caractéristiques d'une économie réprimée.....</i>	<i>31</i>
<i>2.2 Analyse néo-libérale de la répression financière.....</i>	<i>32</i>
<i>2.2.1 Le constat de la répression financière. ....</i>	<i>32</i>
<i>2.2.2 La complémentarité de la monnaie de McKinnon. ....</i>	<i>35</i>
<i>2.2.3 L'intermédiation de la dette de Shaw.....</i>	<i>36</i>
<i>Section 2 : Les problèmes posés par la théorie de la libéralisation financière. ....</i>	<i>37</i>
<i>1. Les critiques théoriques apportées à la théorie de la libéralisation financière.....</i>	<i>37</i>
<i>1.1 Les problèmes posés par la l'élévation des taux d'intérêt. ....</i>	<i>38</i>
<i>1.2 La critique néo-structuraliste.....</i>	<i>39</i>
<i>2. La théorie de la libéralisation financière à l'épreuve des faits. ....</i>	<i>40</i>
<i>2.1 Problématique de l'effet positif du taux d'intérêt réel sur l'épargne dans les économies en développement.....</i>	<i>41</i>
<i>2.1.1 Problèmes de mesure de l'épargne. ....</i>	<i>42</i>
<i>2.1.2 Le choix de l'échantillon.....</i>	<i>43</i>
<i>2.1.3 Le contexte économique global.....</i>	<i>43</i>
<i>2.2 Libéralisation financière, investissement et marchés de crédit. ....</i>	<i>44</i>
<i>2.2.1 La difficile mesure de l'effet d'épargne sur l'investissement dans les pays en développement.....</i>	<i>44</i>
<i>2.2.2 Imperfection des marchés de crédit. ....</i>	<i>45</i>
<i>2.3 Libéralisation financière et environnement économique. ....</i>	<i>46</i>
<i>2.3.1 La stabilité macro-économique.....</i>	<i>47</i>
<i>2.3.2 Une régulation et une supervision bancaire effective.....</i>	<i>48</i>
<i>Conclusion. ....</i>	<i>49</i>
<i>Chapitre 2: La répression financière au Maghreb et au Machrek Arabes.....</i>	<i>61</i>
<i>Section 1 : Mesure de la répression financière.....</i>	<i>62</i>
<i>1. Les instruments de la répression financière.....</i>	<i>62</i>
<i>1.1 La politique des réserves obligatoires. ....</i>	<i>63</i>
<i>1.2 La technique du réescompte.....</i>	<i>66</i>

1.3 L'administration des taux .....	67
2. Les indicateurs de la répression financière. ....	68
2.1 La distorsion des taux d'intérêts réels. ....	68
2.2 Un faible approfondissement financier. ....	71
2.2.1 Les différentes mesures de l'approfondissement financier. ....	71
2.2.2 Analyse de l'approfondissement financier au MMA. ....	73
Section 2 : Les mécanismes de la répression financière. ....	76
1. Les pratiques inflationnistes. ....	76
1.1 Les différentes définitions de l'inflation. ....	77
1.2 Inflation et croissance monétaire au MMA. ....	79
1.2.1 La relation apparente entre l'inflation et la croissance monétaire au MMA. ....	79
1.2.2 Une analyse statistique de la relation entre l'inflation et la croissance monétaire au MMA. ....	80
1.3 Les déterminants apparents de la croissance monétaire. ....	81
1.3.1 L'analyse théorique. ....	82
1.3.1.1 La notion de base monétaire. ....	82
1.3.1.2 La notion du multiplicateur. ....	82
1.3.2 Contribution de chaque déterminant dans la croissance monétaire. ....	84
1.3.2.1 Les déterminants de la croissance monétaire au MMA. ....	86
1.3.2.2 Contribution des différentes variables à la croissance monétaire. ....	88
2 Le financement monétaire du déficit budgétaire au MMA. ....	89
2.1 Les différentes mesures du solde budgétaire. ....	90
2.2 Le déficit budgétaire au Maghreb et au Machrek. ....	91
2.3 Mode de financement des déficits budgétaires au MMA. ....	94
Conclusion : .....	96
 Deuxième partie : Ampleur et effets de la répression financière au MMA : le Diagnostic.....	 108
 Chapitre 3 : une analyse économétrique de l'effet de la répression financière sur le système financier au MMA. ....	 109
 Section 1 : Méthode d'analyse économique.....	 109
1. Construction du modèle. ....	110
1.1 Répression financière et demande de monnaie. ....	110
1.2 Répression financière et intermédiation bancaire. ....	116
1.3 Répression financière et seigneurage. ....	120
2. La méthode d'analyse économétrique.....	123
2.1 les variables retenues.....	123
2.2 Mesure de la répression financière.....	124
2.3 Le choix de la période d'estimation. ....	126
Section 2 : Estimation de l'effet de la répression financière sur le système financier au MMA. ....	127
1. Effet de la répression financière sur la fonction de demande de monnaie. ....	127
1.1 La fonction de demande de monnaie dans la littérature.....	127
1.2 Estimation de la fonction de demande de monnaie au MMA.....	132
2 Effet de la répression financière sur l'offre de crédit bancaire.....	155
2.1 La fonction d'offre de crédit dans la littérature.....	156
2.2 Effet de la répression financière sur l'offre de crédit au MMA.....	159
Conclusion. ....	162
Annexes du chapitre 3.....	143

<i>Chapitre 4 : effets de la répression financière sur la croissance économique au MMA.</i>	173
<i>Section 1 : Croissance et investissement au MMA.</i>	174
1. les concepts de la croissance.	174
1.1 Les modèles keynésiens et néoclassiques de croissance.	174
1.2 Les modèles de croissance endogène sans secteur financier.	175
1.3 Les modèles de croissance endogène avec secteurs financiers.	177
2. Analyse de la relation entre la croissance et l'investissement au MMA.	178
2.1 la croissance économique au MMA.	178
2.2 La contribution de l'investissement à la croissance.	181
2.3 Croissance, investissement et productivité au MMA.	183
2.3.1 Mesure de l'efficacité des facteurs de production.	184
2.3.1.1 La difficile mesure de la productivité totale des facteurs au MMA.	184
2.3.1.2 Une tentative de mesure de la productivité totale des facteurs au MMA.	186
2.3.2 Mesure du niveau marginal de l'investissement.	190
2.3.2.1 Le coefficient marginal du capital.	190
2.3.2.2 Le Coefficient marginal du capital au MMA.	191
<i>Section 2 : Les déterminants financiers de l'investissement.</i>	193
1. La question de l'épargne.	193
1.1 Epargne publique et épargne nationale.	194
1.2 Taux d'intérêt et épargne financière.	195
1.3 Epargne totale et investissement.	197
2. Une analyse économétrique de l'effet de la répression financière sur la croissance au MMA.	201
2.1 La méthode d'analyse économétrique.	201
2.1.1 Construction de l'équation de croissance.	201
2.1.2 le choix des variables et la période d'estimation.	202
2.2 Estimation d'une fonction de croissance pour le MMA.	203
2.2.1 la technique d'estimation.	203
2.2.2 Modèle à estimer et résultats obtenus.	204
Conclusion.	207
Annexe du chapitre 4.	209

<i>Troisième partie : Analyse de la pratique et des résultats de la libéralisation financière au MMA.</i>	192
---	-----

<i>Chapitre 5 : La Pratique de la libéralisation financière au MMA : Conditions initiales et modalités.</i>	212
---	-----

<i>Section 1 : cadre et stratégies des réformes.</i>	213
1. L'ordre des réformes adoptées.	213
1.1 Les conditions initiales.	214
1.2 La stabilisation macroéconomique.	215
1.2.1 La stabilisation des prix et la baisse de l'inflation.	216
1.2.2 La discipline budgétaire.	217
1.3 L'ordonnancement des réformes.	218
1.4 Les étapes d'un programme de libéralisation financière.	219
2. Les règles de régulation et de supervision bancaire.	222
2.1 Initialisation de la stabilisation financière.	223
2.1.1 La régulation prudentielle.	223
2.1.2 La restructuration bancaire.	223
2.2 Renforcement du développement des marchés.	224
2.2.1 Renforcement de la solidité financière des banques.	224



2.2.2 Amélioration de la gestion du crédit bancaire.....	227
2.2.3 Mise en place d'un système de classification d'actifs et de provisions.....	227
2.2.4 Mise en place d'un système de garantie des dépôts.....	228
2.3 Construire un cadre effectif de supervision bancaire.....	230
2.3.1 Le contrôle ex-ante et ex-post.....	230
2.3.2 L'autorité de supervision.....	231
2.3.3 La qualité des superviseurs.....	232
Section 2 : Le déroulement de la libéralisation financière au MMA.....	233
1. Les différents aspects de la libéralisation financière au MMA.....	233
1.1 Le contexte macroéconomique global à la veille des réformes.....	234
1.2 les mesures de stabilisation économiques.....	238
1.3 La libéralisation des taux d'intérêt.....	239
1.4 Le désencadrement du crédit.....	241
1.5 La réforme des instruments de la politique monétaire.....	243
2. La réforme de l'activité financière dans les pays du MMA.....	247
2.1 Situation du système bancaire à la veille des réformes.....	248
2.2 La restructuration du système bancaire.....	256
2.3 Les règles de régulation et de supervision bancaire.....	261
2.3.1 Les normes de solvabilité bancaire.....	261
2.3.2 Le respect des normes de liquidité bancaire.....	263
2.3.3 La classification des actifs et les provisions.....	264
2.3.4 Les normes relatives à la répartition des risques.....	265
2.4 Le fond d'assurance des dépôts.....	267
2.5 Réformes et réorganisation de la bourse des valeurs mobilières.....	269
Conclusion du chapitre : Bilan des réformes.....	272
Chapitre 6: Conséquences des réformes financières au MMA.....	276
Section 1 : Les effets de la libéralisation sur l'activité financière.....	276
1. Evolution de l'activité financière.....	276
1.1 La stabilisation économique durant la période post-réformes.....	277
1.2 Evolution des taux d'intérêt.....	279
1.3 Amélioration de l'activité bancaire.....	281
1.4 Evolution des crédits au secteur privé.....	283
1.5 Redynamisation des marchés boursiers.....	285
2. Les obstacles au développement financier au MMA.....	288
2.1 Une faible concurrence bancaire.....	288
2.2 Un environnement financier peu développé.....	292
2.3 Une faible supervision bancaire.....	294
2.4 Un cadre législatif trop restrictif.....	296
Section 2 : Analyse empirique des durées de réformes financières au MMA.....	300
1. Présentation des modèles de durée et analyse non paramétrique.....	301
1.1 Les fondements théoriques de l'analyse des durées.....	302
1.1.1 Les fonctions de base.....	302
1.1.2 Les estimations non paramétriques.....	304
1.1.3 Les estimations semi-paramétriques : modèles à hasard proportionnel.....	305
1.1.4 Les estimations paramétriques : modèles à hasard accéléré.....	306
1.2 La prise en compte de l'hétérogénéité non observée.....	308
1.3 Les variables exogènes variant dans le temps.....	309
2. Analyse non paramétrique et paramétrique des durées des réformes.....	310
2.1 Calcul de l'indice du développement financier.....	310
2.2 Le modèle de Kaplan-Meier.....	313
2.3 Analyse paramétrique et semi-paramétrique de la durée des réformes.....	318

2.3.1 Les techniques d'estimations.....	318
2.3.2 Les variables exogènes relatives à la politique économique. ....	319
2.3.3 Les variables exogènes relatives à la situation conjoncturelle.....	319
2.4 Problèmes du choix du modèle à retenir.....	320
2.4.1 Le critère d'Akaike.....	321
2.4.2 La distribution des résidus. ....	321
2.5 résultats des estimations. ....	321
2.5.1 Impact de la politique économique. ....	323
2.5.2 Les Variables conjoncturelles. ....	323
2.5.3 Les autres variables. ....	324
2.5.4 Les hasards estimés.....	325
Conclusion. ....	326
Annexes du chapitre 6.....	311
Conclusion générale. ....	334
Table des matières. ....	365
Liste des graphiques.....	370
Liste des tableaux.....	371

## **LISTE DES GRAPHIQUES.**

<i>Chapitre 1 : Développement financier et croissance économique.....</i>	<i>17</i>
<i>Graphique 1 : répression financière à travers les taux d'intérêts. ....</i>	<i>33</i>
<i>Chapitre 2 : la répression financière au Maghreb et au Machrek Arabes. ....</i>	<i>61</i>
<i>Graphique 1 : taux d'intérêt réels sur les dépôts de trois mois à 6 mois.....</i>	<i>69</i>
<i>Graphique 2 : inflation et croissance monétaire au Maghreb.....</i>	<i>79</i>
<i>Graphique 3 : inflation et croissance monétaire au Machrek. ....</i>	<i>80</i>
<i>Chapitre 3 : une analyse économétrique de l'effet de la répression financière sur le système financier au MMA. ....</i>	<i>109</i>
<i>Graphique 1 : indice de répression financière.....</i>	<i>125</i>
<i>Chapitre 4 : effets de la répression financière sur la croissance économique au MMA. ....</i>	<i>173</i>
<i>Graphique 1 : produit par tête en dollars constants.....</i>	<i>179</i>
<i>Graphique 2 : investissement et croissance au Maghreb. ....</i>	<i>181</i>
<i>Graphique 3 : investissement et croissance au Machrek.....</i>	<i>181</i>
<i>Graphique 4 : efficacité des facteurs de production et taux de croissance au Maghreb.....</i>	<i>189</i>
<i>Graphique 5 : efficacité des facteurs de production et taux de croissance au Machrek. ....</i>	<i>190</i>
<i>Graphique 6 : épargne financière et taux d'intérêt réel au Machrek.....</i>	<i>196</i>
<i>Graphique 7 : épargne financière et taux d'intérêt réel au Maghreb.....</i>	<i>196</i>
<i>Graphique 8 : financement de l'investissement au Machrek. ....</i>	<i>199</i>
<i>Graphique 9 : financement de l'investissement en Jordanie. ....</i>	<i>199</i>
<i>Chapitre 6 : conséquences des réformes financières au MMA.....</i>	<i>276</i>
<i>Graphique 1 : évolution des taux sur les dépôts au MMA.....</i>	<i>280</i>
<i>Graphique 2 : évolution de l'indice de développement financier au Maghreb.....</i>	<i>313</i>
<i>Graphique 3 : évolution de l'indice de développement financier au Machrek.....</i>	<i>313</i>
<i>Graphique 4 : probabilité de persistance dans l'état des réformes.....</i>	<i>314</i>
<i>Graphique 5 : hasard cumulé de sortie.....</i>	<i>315</i>
<i>Graphique 6 : Probabilité cumulée de persistance dans la situation de réformes par région.</i>	<i>317</i>
<i>Graphique 7 : hasard estimé par le modèle weibull. ....</i>	<i>325</i>
<i>Graphique 8 : hasard estimé par le modèle log-logistique.....</i>	<i>326</i>

## LISTE DES TABLEAUX

<i>Chapitre 1 : Développement financier et croissance économique.....</i>	<i>17</i>
<i>Tableau 1 : Etudes relatives à la relation entre le développement financier et la croissance économique. ....</i>	<i>52</i>
<i>Chapitre 2: La répression financière au Maghreb et au Machrek Arabes.....</i>	<i>61</i>
<i>Tableau 1 : réserves légales en pourcentage des dépôts bancaires.....</i>	<i>64</i>
<i>Tableau 2 : revenu monétaire en pourcentage du PNB.....</i>	<i>64</i>
<i>Tableau 3: Evolution des crédits au secteur privé en pourcentage du PIB.....</i>	<i>65</i>
<i>Tableau 4 : taux de réescompte en Algérie et Tunisie. ....</i>	<i>66</i>
<i>Tableau 5 : Taux annuels nominaux sur les crédits à moyen terme. ....</i>	<i>67</i>
<i>Tableau 6 : taux réels sur les dépôts à trois mois.....</i>	<i>70</i>
<i>Tableau 7 : Les indicateurs de l'approfondissement financier.....</i>	<i>72</i>
<i>Tableau 8 : Le niveau global du développement financier.....</i>	<i>73</i>
<i>Tableau 9 : diversification des actifs financiers en %. ....</i>	<i>74</i>
<i>Tableau 10 : Monétisation et dynamique bancaire.....</i>	<i>74</i>
<i>Tableau 11 : Résultat du test de Granger par région. ....</i>	<i>81</i>
<i>Tableau 12: Résultat du test de Granger par pays.....</i>	<i>81</i>
<i>Tableau 13 : Evolution du multiplicateur (m1, m2), de la base et de la masse monétaire (M1, M2).....</i>	<i>86</i>
<i>Tableau 14 : taux de croissance moyen annuel de la masse, de la base monétaire et du multiplicateur.....</i>	<i>86</i>
<i>Tableau 15 : Evolution des ratios de préférence pour la liquidité (c1,c2) et des réserves.....</i>	<i>87</i>
<i>Tableau 16 : Décomposition de l'accroissement de M2 au MMA (1970-1980).....</i>	<i>88</i>
<i>Tableau 17 : Décomposition de l'accroissement de M2 au MMA (1980-1989).....</i>	<i>88</i>
<i>Tableau 18 : Les différents soldes budgétaires au MMA en pourcentage du PIB.....</i>	<i>92</i>
<i>Tableau 19 : Structure de financement du déficit budgétaire en pourcentage du financement total.....</i>	<i>95</i>
<i>Chapitre 3 : une analyse économétrique de l'effet de la répression financière sur le système financier au MMA.....</i>	<i>109</i>
<i>Tableau 1 : Résultat de l'estimation de l'équation de demande de monnaie.....</i>	<i>133</i>
<i>Tableau 2 : Résultats de l'estimation de la fonction d'offre de crédits bancaires.....</i>	<i>160</i>
<i>Chapitre 4 : effets de la répression financière sur la croissance économique au MMA.....</i>	<i>173</i>
<i>Tableau 1 : évolution du taux de croissance au MMA (en dollars constants).....</i>	<i>179</i>
<i>Tableau 2 : investissement brut en pourcentage du PIB.....</i>	<i>183</i>
<i>Tableau 3 : valeurs de la PTF mesurées par la méthode de la comptabilité nationale de Bisat et all. ....</i>	<i>185</i>
<i>Tableau 4 : Productivité totale des facteurs au MMA pour <math>\alpha = 0,3</math>.....</i>	<i>187</i>
<i>Tableau 5 : Productivité totale des facteurs au MMA calculée par la méthode de la comptabilité nationale de A. Bisat et all . ....</i>	<i>187</i>
<i>Tableau 6 : coefficient marginal du capital dans les pays du MMA.....</i>	<i>191</i>
<i>Tableau 7 :investissement et épargne totale en milliards de dollars au MMA.....</i>	<i>197</i>
<i>Tableau 8 : résultats de l'estimation de l'équation de croissance au MMA.....</i>	<i>206</i>

<i>Chapitre 5 : La Pratique de la libéralisation financière au MMA: Conditions initiales et modalités.</i>	212
<i>Tableau 1 : Les stratégies de réformes financières.</i>	220
<i>Tableau 2 : Principaux indicateurs économiques à la veille des réformes.</i>	235
<i>Tableau 2 (suite) : Principaux indicateurs économiques à la veille des réformes.</i>	236
<i>Tableau 3 : Les nouveaux instruments de la politique monétaire.</i>	246
<i>Tableau 3 : Les différentes méthodes de restructuration bancaires au MMA.</i>	260
<i>Tableau 4 : Application des ratios de gestion prudentielle au MMA.</i>	267
<i>Tableau 5 : l'ordre de réformes adopté au MMA.</i>	274
<i>Chapitre 6: Conséquences des réformes financières au MMA.</i>	276
<i>Tableau 1 : Evolution du Solde budgétaire primaire (en % du PIB) durant la période post-réformes.</i>	277
<i>Tableau 2 : Mode de financement du budget au MMA durant la période post-réformes.</i>	278
<i>Tableau 3 : Seignuriage en pourcentage du produit au MMA.</i>	279
<i>Tableau 4: écart entre taux débiteurs et créditeurs au MMA (en pourcentage).</i>	281
<i>Tableau 5 : Niveau général du développement financier.</i>	282
<i>Tableau 6 : degrés de monétisation et dynamique bancaire.</i>	283
<i>Tableau 7: Evolution du crédit au secteur privé en pourcentage du produit.</i>	284
<i>Tableau 8 : Capitalisation boursière en pourcentage du produit.</i>	285
<i>Tableau 9 : Chiffre d'affaire en pourcentage.</i>	287
<i>Tableau 10 : Indicateurs de concurrence dans le système bancaire.</i>	289
<i>Tableau 11 : Part des banques étrangères dans le système bancaire domestiques.</i>	290
<i>Tableau 12 : Part de l'Etat dans le capital des banques commerciales en 2000 (%)</i>	291
<i>Tableau 13 : indicateurs de performance bancaire (1995-2000).</i>	291
<i>Tableau 14 : obstacles financiers les plus fréquents rencontrés par les entreprises.</i>	293
<i>Tableau 15 : Délais de retard dans la transmission des rapports à la Banque d'Algérie*.</i>	295
<i>Tableau 16 : Niveau de restrictivité de la législation bancaire et financière.</i>	297
<i>Tableau 17: cadre légal et indicateurs d'infrastructure financière.</i>	298
<i>Tableau 18 : Les principales distributions paramétriques de durée.</i>	307
<i>Tableau 19 : Catégories de développement financier.</i>	312
<i>Tableau 20 : Résultat obtenu de l'analyse non paramétrique.</i>	315
<i>Tableau 21 : Résultats du test de rang.</i>	316
<i>Tableau 22 : Résultats des estimations des durées de réformes.</i>	322